



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITAL Y SU IMPACTO EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO 2000-2016

TESIS

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA

MAURICIO EMMANUEL DURÁN PONS

ASESORA:

DRA. NOEMI ORNAH LEVY ORLIK





Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

A mis padres Bertilia Pons y Antonino Durán, por la ayuda que me han brindado a lo largo de toda mi vida para lograr cada meta que me propongo, gracias por ser un buen ejemplo y estar siempre conmigo. A mi hermano, Rabin, por su motivación y por hacer cada uno de mis días más alegres.

A mi asesora de tesis, la Doctora Noemi Levy, por sus asesorías, paciencia y tiempo que me brindó a través de sus consejos para realizar la presente investigación.

A mis amigos que me apoyaron durante toda esta etapa personal y académica. A Dalí por estar conmigo siempre que necesitaba su apoyo y motivarme a ser mejor cada día.

Agradezco el apoyo del Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT), otorgado mediante el proyecto IN305217 que lleva por título “Los límites de la financiarización en países en desarrollo y los desafíos de los modelos de crecimiento liderado por las exportaciones: presente y futuro de América Latina”.

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| INTRODUCCIÓN GENERAL | 1 |
| | |
| CAPÍTULO 1. EL PAPEL DEL MERCADO DE CAPITALES EN LA TEORÍA ECONÓMICA | 5 |
| 1.1 Introducción..... | 5 |
| 1.2 Hipótesis de los mercados eficientes..... | 6 |
| 1.2.1 Tipos de eficiencia | 9 |
| 1.3 Nueva escuela keynesiana..... | 11 |
| 1.4 Postkeynesianos | 17 |
| 1.4.1 Teoría de la preferencia por la liquidez | 17 |
| 1.4.2 Hipótesis de la inestabilidad financiera | 21 |
| 1.4.3 Inflación financiera | 25 |
| 1.5 Conclusiones..... | 29 |
| | |
| CAPÍTULO 2. CAMBIOS INSTITUCIONALES DENTRO DEL MERCADO DE CAPITALES Y SU RELACIÓN CON LA ECONOMÍA MEXICANA | 31 |
| 2.1 Introducción..... | 31 |
| 2.2 Antecedentes del mercado de capitales | 33 |
| 2.3 Desregulación financiera en México (1980-1990)..... | 39 |
| 2.4 Liberalización del mercado de capitales (1990 – 2000) | 45 |
| 2.5 Titularización e internacionalización del mercado de capitales | 52 |
| 2.6 Conclusiones..... | 59 |
| | |
| CAPÍTULO 3. IMPORTANCIA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU IMPACTO SOBRE EL MERCADO DE CAPITALES Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO | 61 |
| 3.1 Introducción..... | 61 |
| 3.2 Importancia de los flujos de capital..... | 63 |
| 3.2.1 Inversión directa..... | 65 |
| 3.2.2 Inversión en cartera | 67 |
| 3.3 Desarrollo del mercado de capitales..... | 70 |
| 3.4 Impacto sobre el crecimiento económico..... | 75 |
| 3.5 Inestabilidad de los flujos de capital y sus consecuencias..... | 78 |
| 3.6 Conclusiones..... | 81 |

| | |
|--|-----------|
| 4. CONCLUSIONES GENERALES | 83 |
| ANEXO..... | 86 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 97 |

ÍNDICE DE GRÁFICAS Y CUADROS

Gráficas

| | |
|---|----|
| Gráfica 1. Automatización del capital financiero..... | 65 |
| Gráfica 2. Pasivos inversión extranjera directa y como porcentaje del PIB | 66 |
| Gráfica 3. Componentes de la Inversión extranjera directa..... | 67 |
| Gráfica 4. Inversión extranjera en el mercado accionario..... | 68 |
| Gráfica 5. Porcentaje de los títulos gubernamentales en circulación, en poder de residentes en el extranjero..... | 69 |
| Gráfica 6. Total de bonos en circulación, emitidos por residentes en México, en el mercado doméstico e internacional..... | 70 |
| Gráfica 7. Bonos en circulación, emitidos por empresas no financieras residentes en México, en el mercado doméstico e internacional..... | 72 |
| Gráfica 8. Indicadores del mercado accionario | 74 |
| Gráfica 9a IED como porcentaje de la FBCF y Gráfica 9b Tasa de crecimiento de la IED y FBCF | 76 |
| Gráfica 10. Comportamiento anual del IPC y su variación | 80 |
| Gráfica 11. Precio/Utilidades y Precio/Valor en libros del IPC..... | 81 |

Cuadros

| | |
|---|----|
| Cuadro 1. Profundización financiera | 71 |
| Cuadro 2. Tasa media anual geométrica | 77 |

INTRODUCCIÓN GENERAL

La liberalización financiera puso como eje central al mercado de capitales, el cual ha adquirido mayor protagonismo dentro del sistema financiero y la dinámica económica. La importancia del mercado de capitales como promotor de la innovación tecnológica y el crecimiento económico en el largo plazo, mediante su función de intermediación (transformación del ahorro en inversión) ha llevado a estudiar la relación entre el grado de desarrollo financiero y el crecimiento económico, buscando determinar si existe una relación de causalidad. En particular, es fundamental entender el funcionamiento del mercado de capitales dentro del sistema financiero y sus efectos tanto en el crecimiento como en la estabilidad económica.

Para ello, es necesario ubicar el lugar que ocupa el mercado de capitales en el sistema financiero. Inversionistas e instituciones financieras participan en dos tipos de mercados¹: mercado primario, donde empresas y gobierno emiten nuevos títulos financieros, y mercado secundario, donde se comercian los títulos ya existentes. De igual forma, el mercado secundario puede dividirse en mercado de dinero y mercado de capitales. En el primero se intercambian instrumentos financieros con vencimiento menor a un año, mientras que los instrumentos de mediano y largo plazo (como acciones y bonos que tienen un vencimiento mayor a un año) son comerciados en el segundo.

El mercado de capitales tiene como propósito facilitar el financiamiento a las empresas y gobierno, así como el desarrollo de proyectos de mayor tamaño y con mayor grado de innovación. En la medida en que se desarrolla un mercado de capitales organizado, se reducen los costos de adquirir información y se dispone de fuentes alternativas al crédito. Sin embargo, es importante analizar si es un mercado eficiente donde se genera suficiente ahorro para financiar la inversión a nivel de pleno empleo², o si es un espacio de generación de financiamiento a través del cual

¹ Un mercado financiero es un espacio en el cual se realizan transacciones con activos financieros.

² El nivel de pleno empleo hace referencia al punto en que las cantidades ofrecidas y las demandadas son iguales en los tres principales mercados (mercado de trabajo, de bienes y de activos). (Bernanke, 2004:69)

se despliegan ciclos económicos con auges y recesiones, trayendo consigo inestabilidad al sistema económico.

Actualmente, el paradigma que persiste sobre el crecimiento económico es que una economía moderna depende de un sector financiero eficiente que reúna el ahorro interno y movilice el capital hacia inversiones productivas. Si no existe un conjunto eficiente de instituciones financieras, los proyectos productivos pueden nunca llevarse a cabo. Los mercados de capitales poco desarrollados disuaden a los inversionistas porque son ilíquidos y los costos de transacción son altos.

La *teoría ortodoxa* argumenta que los mercados financieros son capaces de movilizar recursos hacia el sector no financiero si se deja operar libremente los mecanismos de mercado. En esta teoría, el ahorro genera la inversión y el sistema financiero tiene como propósito transferir fondos desde los agentes superavitarios a los deficitarios: mientras mayor sea el grado de desarrollo mejor será la asignación de recursos hacia los proyectos más rentables.

Sin embargo, esta teoría sobre el mercado de capitales muestra varias premisas que no representan su verdadero comportamiento, principalmente para una economía como la mexicana que se encuentra en desarrollo. Por tanto, se presentan distintas visiones sobre la función del mercado de capitales, denominadas *teorías heterodoxas*. Estas teorías consideran que el sistema financiero, si bien ayuda en el crecimiento económico, también genera inestabilidad a todo el sistema. Por ello, pretenden mostrar los mecanismos por los cuales se generan perturbaciones en los mercados de capitales, provocando que exista desincentivo para canalizar recursos hacia la actividad productiva.

Las teorías heterodoxas destacan el rol dominante de las finanzas dentro del sistema capitalista, el constante crecimiento del sector financiero junto con su dominio sobre otros sectores económicos y las consecuencias negativas de la desregulación financiera.

Es justamente bajo esta última visión en la que se centra el análisis del presente trabajo, cuyo objetivo general es analizar teóricamente el papel que tienen los

mercados de capitales dentro de la economía, estudiar sus principales cambios institucionales, así como analizar con base en la evidencia empírica el funcionamiento del mercado de capitales en México, de tal manera que sea posible determinar si el desarrollo de estos mercados ha beneficiado al crecimiento económico del país.

La hipótesis central de esta investigación es que se alcanzó el mayor grado de profundización financiera después del estallido de la crisis financiera de 2008 causado por el aumento en el acceso a la liquidez internacional. No obstante, el mercado de capitales mexicano no responde a las necesidades de los sectores domésticos de la economía mexicana, no se han podido generar procesos de crecimiento sostenidos y prolongados, así como tampoco se ha logrado desarrollar plenamente el mercado de capitales interno debido a que está dominado por flujos internacionales que no están ligados al financiamiento de la actividad productiva.

Para probar la hipótesis se realiza una discusión teórica sobre el papel que tiene el mercado de capitales en las distintas corrientes económicas, se estudia su evolución institucional en México y se hace un análisis estadístico del mercado de capitales mexicano, destacando la entrada de flujos externos al país y el desempeño de la economía mexicana desde el año 2000 hasta el 2016. La investigación se centra en este periodo porque es posible asimilar la diferencia entre dos contextos económicos distintos, uno antes de la crisis financiera de 2008 y otro después.

En ese sentido, este trabajo se estructura en 4 apartados, además de la presente introducción. En el primer capítulo se presenta una discusión teórica-institucional de las principales teorías que tratan sobre el funcionamiento de los mercados financieros y su relación con el crecimiento económico. Son tres las corrientes principales que exponen su funcionamiento: Neoclásicos, Nuevos Keynesianos y Postkeynesianos.

En el segundo capítulo se hace una revisión histórica sobre los principales cambios institucionales que ocurrieron dentro del sistema financiero y, en específico, en el mercado de capitales; principalmente se ve cómo ha ido evolucionando estos mercados después de la desregulación y apertura financiera para entender el

impacto que ha tenido el nuevo proceso de globalización sobre el contexto económico del país.

El tercer capítulo, se presenta un análisis sobre la importancia de los flujos externos de capital hacia la economía mexicana, principalmente al mercado de capitales, y como su presencia condiciona el comportamiento económico del país. El objetivo de este capítulo es mostrar como la globalización en los mercados de capitales ha tenido como consecuencia un crecimiento económico moderado e incierto.

En el último apartado se presentan las conclusiones generales de toda la investigación.

La información estadística contenida en este trabajo proviene del Fondo Monetario Internacional (IMF por sus siglas en inglés), Banco de México (Banxico), World Federal Exchange (WFE), Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés), Banco Mundial, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD por sus siglas en inglés), de la Asociación Mexicana de Instituciones Bursátiles (AMIB) y Bloomberg.

CAPÍTULO 1. EL PAPEL DEL MERCADO DE CAPITALES EN LA TEORÍA ECONÓMICA

1.1 Introducción

En este primer capítulo se desarrolla un análisis teórico-institucional sobre el funcionamiento del mercado de capitales y la relación entre los agentes que aportan fondos a la empresa, haciendo énfasis en el papel del mercado de capitales en la movilización de recursos hacia el sector privado no financiero. Para ello, se contrastan algunas de las teorías más importantes que describen la actividad del mercado de capitales y su influencia sobre la economía real.

Existen tres corrientes que exponen los mecanismos bajo los cuales trabajan estos mercados. En primer lugar está la Hipótesis de los Mercados Eficientes, a partir de la cual se argumenta que el mercado financiero es capaz de movilizar recursos hacia el sector no financiero si se deja operar libremente los mecanismos de mercado; la eficiencia se fundamenta en las estimaciones de los valores intrínsecos, las cuales son en todo momento acertadas tomando en cuenta toda la información disponible y llevan a los agentes, que buscan maximizar sus beneficios, a una situación de equilibrio donde un individuo en promedio obtiene un rendimiento medio igual al del mercado y que va acorde con el riesgo asumido.

La Nueva Escuela Keynesiana se aparta de la idea que los mercados sean competitivos porque la información no es igual para todos los agentes. Señalan que a partir de la información asimétrica se generan dos problemas tanto en el sector financiero bancario como en el no bancario, que son la selección adversa y el riesgo moral. Lo cual conlleva a que los bancos no prestan todos los fondos solicitados por el riesgo de impago, mientras que en el mercado de capitales las empresas no emiten el máximo de acciones que pudieran, por el riesgo a perder el control de la empresa o mandar un mensaje negativo al mercado.

En la última parte de este capítulo, se presenta la visión Post Keynesiana que incluye la teoría de la preferencia por la liquidez, la hipótesis de la inestabilidad financiera y la inflación financiera. Estos tres planteamientos argumentan desde

distintas visiones que los mercados de capitales son altamente inestables, inducen ciclos financieros y pueden generar recesiones económicas.

1.2 Hipótesis de los mercados eficientes

La *Hipótesis de los mercados eficientes* sigue siendo hasta la actualidad la base de la economía financiera. A pesar de la gran controversia que existe con relación al concepto de “eficiencia”³, la idea fundamental a la cual llega Eugene Fama⁴, principal exponente de esta teoría nos dice que un inversor no puede obtener ganancias o pérdidas extraordinarios de manera constante.

Esto se debe a que se encuentran un gran número de agentes racionales dentro de los mercados financieros, los cuales compiten buscando maximizar sus ganancias, llegando a una situación de equilibrio donde el precio de mercado de cualquier activo financiero es una buena estimación de su valor teórico⁵ en todo momento. De tal manera que, los inversores tendrán un rendimiento sobre su inversión que va acorde al nivel de riesgo asumido (Fama, 1965:97-98).

Esta hipótesis complementa a la visión ortodoxa del funcionamiento del mercado de capitales y su importancia en la economía. En ella, el ahorro genera la inversión y el sistema financiero, en general, tiene como propósito transferir fondos desde los agentes superavitarios a los deficitarios. En específico, “[...] *los mercados de capitales recogen los ahorros de los hogares y los adelantan a los empresarios como capital, a cambio de lo cual los empresarios pagan de los beneficios que obtienen de sus negocios, en forma de dividendos o intereses.*” (Tovar, 2013:112)

³ El término “eficiencia” en economía generalmente está ligado a una asignación óptima de los recursos, lo cual es un tema que no indaga Fama.

⁴ Ganador del Premio Nobel de Economía en el 2013 por su investigación empírica sobre el comportamiento de los precios de los títulos financieros.

⁵ Fama nos menciona que el valor teórico o intrínseco puede ser visto de dos maneras distintas. “*En primer lugar, tal vez sólo representan convenciones de mercado para evaluar el valor de un título financiero, relacionándolo con diversos factores que afectan las ganancias de una empresa. Por otro lado, los valores intrínsecos pueden representar en realidad los precios de equilibrio en el sentido económico, es decir, los precios que evolucionan a partir de algún modelo dinámico de equilibrio general.*” (Fama, 1965:36)

Por el lado de las empresas, supone que los empresarios toman el dinero puesto en el mercado de capitales y lo emplean en sus negocios, como un factor productivo para generar ingresos. Ese ingreso lo utilizan ya sea para cubrir algún déficit que tengan en sus cuentas corrientes o adquirir capital fijo (infraestructura, equipos, etc.). De esta manera, se logra canalizar recursos hacia los proyectos más rentables. Al final, se debe alcanzar un equilibrio entre la demanda de los empresarios por la financiación y su oferta por parte de hogares y otras empresas.

Esta función de intermediación permite mejorar la distribución de recursos y promover el crecimiento acelerado de la productividad mediante la correcta valuación de las firmas, la movilización de recursos y la administración del riesgo (Levine, 1998:374)

En ese sentido, Fama (1970:383) describe el propósito del mercado de capitales y el significado de mercado eficiente de la siguiente manera:

“La función primera del mercado de capitales es la asignación de la propiedad del stock de capital de la economía. En términos generales, el caso ideal es el de un mercado donde los precios dan señales adecuadas para la asignación de los recursos: es decir, un mercado en el cual las empresas pueden tomar decisiones de producción y de inversión suponiendo que el precio de los activos refleja completamente en cada momento toda la información disponible.” (ibid.:383)

Entonces, un mercado eficiente es aquel en el que el precio corriente de los títulos financieros refleja toda la información disponible. Este tipo de mercado se caracteriza por el grado de rapidez con el que se aproximan el precio de mercado de un título financiero a su valor intrínseco (ibid.:388). La eficiencia de un mercado es mayor entre más rápido se alcance dicha convergencia, la cual es impulsada a partir del intento de los inversionistas por predecir el comportamiento de los precios de los títulos financieros para la obtención de mayores ganancias.

Existen dos enfoques que se ocupan comúnmente al momento de tomar decisiones de inversión: el análisis técnico y el análisis fundamental. El análisis fundamental tiene como base la idea de que todo activo financiero tiene un valor intrínseco al cual converge el precio con el tiempo. El valor intrínseco depende de diversos

factores que influyen sobre la empresa, lo que se conoce como fundamentales; ejemplo de ello, son el porcentaje de utilidades que se van a reinvertir, la regulación dentro del sector, el crecimiento de la industria, etc. Si hay una señal de que el valor futuro de una acción va a subir, los agentes en el mercado empezarán a comprar. Su acción motivará que se eleven los precios hasta que reflejen la nueva información, haciendo que en cada momento los precios reflejen su valor teórico.

En el caso del análisis técnico, se busca patrones en las series históricas para poder adivinar cuál será el movimiento de los precios en el futuro. Supone que el cambio en el precio de un activo tiene cierta dependencia con las variaciones que tuvo en el pasado, por lo que puede usarse ese conocimiento para predecir el precio futuro y, por tanto, el rendimiento de ese activo.

Junto a los elementos teóricos, se expone la Hipótesis de los Mercados Eficientes a partir de dos ideas claves: el paseo aleatorio y las expectativas racionales. La primera surge a partir de la idea que existen un gran número de ideas y opiniones dentro de los mercados de capitales provocaba que los precios de los activos se movieran de forma aleatoria; lo cual hacía que fuera imposible poder predecir sus movimientos futuros y, por ende, obtener beneficios extraordinarios. Esto daba como resultado un juego equitativo (*fair game*), donde todos los individuos se encuentran en una situación igual ante la incertidumbre de un cambio en los precios (Hyme, 2003:60).

Bachelier (1990) fue la primera persona que se le atribuye haber comprobado que los precios de los títulos se mueven de manera aleatoria. Este autor propuso que el movimiento de los precios se asemeja a una caminata aleatoria (*random walk*), lo que quiere decir que los movimientos de los precios de los títulos no están determinados por su pasado, por lo que cada variación en el precio en el periodo actual es independiente de los cambios que ha tenido en periodos anteriores. Por este medio, llega a la conclusión de que el cambio en los precios de los activos es totalmente azaroso debido a las distintas maneras de pensar y distintas conclusiones de millones de personas. Las investigaciones de Bachelier fueron

importantes en los trabajos que realiza posteriormente Fama para comprobar empíricamente como los precios se comportan como un paseo aleatorio.

Por otra parte, otro planteamiento importante fue la teoría de las expectativas racionales, postulada inicialmente por Muth (1961). Esta teoría aplicada a los mercados financieros indica que los agentes van a hacer los mejores pronósticos sobre los precios y rendimientos de los activos financieros dada la información que se encuentre disponible. Como resultado de ese proceso, las expectativas que tienen los agentes son racionales (Tovar, 2013:114).

Las implicaciones que tienen las expectativas racionales es sumamente importante porque la idea de que no se pueden obtener mayores beneficios, aun cuando se hace una predicción precisa del valor futuro de cualquier título, ya no es explicado por la diferencia en las expectativas de los inversores, sino por la homogeneidad que existe en las mismas y, cómo a partir de que los individuos son racionales, se llega al mismo planteamiento de un juego equitativo. Es decir, a partir de que los individuos son racionales, van a utilizar toda la información a su alcance y sus expectativas van a conducirlos a realizar los mejores pronósticos en cada periodo. Con esto se puede explicar de una manera distinta como los movimientos de los precios dentro del mercado de capitales son imprevisibles, lo cual genera que no se pueda ganar, en promedio, más de lo que se obtiene en una inversión sin riesgo (Hyme, 2003:76-77).

1.2.1 Tipos de eficiencia

Existen tres condiciones suficientes, pero no necesarias para que los mercados sean eficientes. Fama (1970:387) los resume en los siguientes aspectos: no debe haber costos de transacción, la información debe ser gratuita para todos los participantes en el mercado y los participantes son tomadores de precios. Si se cumplen esas tres condiciones, los precios reflejarían completamente toda la información. Sin embargo, la realidad es distinta, los precios se están ajustando constantemente conforme a la información disponible, pero no implica que exista

información completa. A partir de lo anterior se señalan tres tipos de eficiencia, dependiendo del tipo de información disponible para cada activo: débil, semi-fuerte y fuerte. Cada una tiene implicaciones distintas para el funcionamiento de los mercados (ibid.:388).

La forma débil, supone que la estimación de los precios de los activos refleja únicamente la información pasada. Lo que indica que, dado que todos los participantes del mercado saben cómo interpretar los datos de las series históricas de precios, actuarán anticipadamente de manera que no se pueda sacar mayores rendimientos que los del mercado. La única manera que se puede afectar al precio de algún título en este mercado en particular es la presencia de noticias desconocidas, pero como supone que las noticias ocurren aleatoriamente, el cambio de los precios también debe ser aleatorio.

La forma semi-fuerte, supone que las cotizaciones de los títulos incluyen tanto la información pasada como toda la información pública acerca de los fundamentales de la empresa y todo lo que puede influir en ello. En este caso, los precios de los activos se ajustan instantáneamente a toda información que se hace pública y no se puede lograr un rendimiento superior al del mercado, a menos que se tenga información privilegiada.

La forma fuerte, implica que el precio de los activos refleja todo tipo de información, es decir, no existe información privilegiada y los precios reflejan completamente la información disponible.

Esta teoría rechaza la posible formación de “burbujas” en los precios de los activos financieros. Estas se empiezan a formar debido al proceso que genera la aparición de nueva información, la cual tiende a atraer más noticias en el mismo sentido (ya sean positivas o negativas) haciendo que el precio siga una misma trayectoria. Fama identifica a las burbujas financieras como “[...] períodos de tiempo durante los cuales la acumulación del mismo tipo de ruido hace que el nivel de precios se presente muy por encima o por debajo del valor intrínseco.” (Fama, 1965:38).

Sin embargo, debido a que hay comerciantes y analistas bien capacitados en el mercado, ellos pueden causar que estas burbujas estallen antes de que tengan la oportunidad de realmente ponerse en marcha. Por ejemplo, si hay muchos de estos inversionistas que son buenos en la estimación de valores intrínsecos, serán capaces de identificar situaciones en las que el precio de una acción comienza a superar su valor intrínseco, y dado que esperan que el precio se mueva eventualmente hacia su valor intrínseco, tienen un incentivo para vender este activo o cambiarse a una posición corta.

De esta manera, si se intenta analizar al inversionista en particular, tomando en cuenta que los precios de las acciones siguen caminos aleatorios y, en cada momento, los precios reales representan buenas estimaciones de los valores intrínsecos, el principal objetivo del inversor promedio debe ser el análisis de su portafolio (ibid.:40). Debe primero decidir qué tipo de compensación está dispuesto a recibir por cada riesgo asumido para, posteriormente, intentar clasificar los valores de acuerdo con el riesgo y rendimiento esperado. De esta manera, si el inversor decide que su cartera requiere una acción adicional con algún tipo de riesgo en específico, puede elegir esa acción al azar dentro de la clase de riesgo que necesite. En promedio, cualquier título así elegido tendrá aproximadamente el mismo efecto sobre el rendimiento esperado de su cartera.

1.3 Nueva escuela keynesiana

Los teóricos de esta corriente concuerdan que el sistema financiero es un espacio fundamental para movilizar recursos hacia el sector privado no financiero, pero consideran que estos mercados no son eficientes ni perfectos debido a que la información fluye de manera desigual entre los participantes, perjudicando al funcionamiento de los mercados y la toma de decisiones de todos los agentes económicos. En general, los mercados financieros están caracterizados por dos conceptos fundamentales: el racionamiento del crédito y el racionamiento de las acciones.

Parten del supuesto que los mercados financieros se distinguen por sufrir de información asimétrica, en tanto una de las partes que interviene en una transacción tiene información que la otra parte no dispone. Esto genera la aparición de comportamientos oportunistas al momento de tomar decisiones (Gómez, 2008:1). En el caso de los créditos por parte de la banca comercial, la empresa o individuo no comparte toda la información con el banquero, mientras que, del lado del mercado de capitales, el emisor no comparte la misma información con los que adquieren los títulos financieros.

Stiglitz explica este funcionamiento de la siguiente manera: “[...] *la mayor parte del comercio en el mercado de valores proviene de la irracionalidad por parte de algunos inversores y la respuesta racional por parte de otros inversores para tomar ventaja de esa irracionalidad.*” (Stiglitz, 1981a:2).

Los teóricos de la Nueva escuela keynesiana coinciden en que si los mercados financieros funcionan correctamente pueden canalizar recursos desde los ahorradores hacia los inversionistas que usen dichos fondos en el sector productivo, así como también disminuyen el riesgo haciendo que familias y empresas puedan diversificar. Sin embargo, estos mercados no siempre funcionan correctamente, ya que hay dos tipos de información asimétrica que se encuentran permanentemente en el mercado de capitales: la selección adversa y el riesgo moral.

La selección adversa es el problema donde “[...] *la persona o empresa más impaciente por hacer una transacción es la menos deseable para la parte que está en el otro lado de la transacción*” (Ball, 2012:8). En ese sentido, la selección adversa la encontramos antes de realizar una transacción cuando los ahorradores (los que compran acciones o bonos) carecen de información sobre el emisor de los títulos financieros. Los emisores con los peores proyectos estarán más ansiosos por vender sus títulos y, por tanto, ofrecen mayores rendimientos. Esta actitud la contemplan los ahorradores y serán menos propensos a comprar.

El riesgo moral es “[...] *el riesgo de que una de las partes de la transacción actuará de una forma que dañe a la otra parte*” (ibid., 2012:9). A diferencia de la selección adversa, el riesgo moral se encuentra después de haber realizado la transacción cuando los

ahorradores no pueden observar el comportamiento de los emisores o inversionistas. Los inversionistas pueden tener incentivos para emplear los fondos obtenidos erróneamente, por lo que de igual manera los ahorradores no comprarán títulos fácilmente.

En el mercado de capitales hay otro factor importante que se conoce como el racionamiento de las acciones. Esto implica que las empresas actúan como si no pudieran recaudar capital emitiendo nuevas acciones. Incluso en mercados de capital bien desarrollados, se genera una proporción relativamente pequeña del nuevo capital a través de nuevas emisiones (Greenwald y Stiglitz, 2003:19).

Aunque en muchos casos las empresas pueden ser capaces de recaudar fondos, optan por no hacerlo, ya que la emisión de capital adicional tiene un efecto negativo sobre el patrimonio neto de las empresas a través de una reducción en el precio de las acciones⁶ y, por ende, un aumento en el costo de capital (obtener una misma cantidad de financiamiento resultará más caro por la reducción del precio de las acciones). Por ese motivo, las compañías financian la inversión a partir de las utilidades retenidas, es decir, cuando se les niega crédito bancario, no recaudan capital emitiendo nuevos fondos propios, sino que limitan sus gastos de capital a utilidades de periodos pasados que no se gastan (ibid., 2003:20). En consecuencia, las empresas se mostrarán reacias a vender acciones.

El razonamiento de las acciones es importante como aclaran Greenwald y Stiglitz (2003:21) porque significa que las empresas no eligen diversificar completamente sus riesgos a través de la creación de nuevas acciones. Al no poder diversificar plenamente los riesgos en toda la economía, las empresas no actúan de manera neutral ante el riesgo. Existe una segunda alternativa para obtener financiamiento en el mercado de capitales, a la cual se accede a través de la emisión de deuda. No obstante, la emisión de deuda trae consigo mayor riesgo, ya que existe la posibilidad de no hacer frente a sus obligaciones. Esto es porque mientras más altos sean los

⁶ Esto es porque, comúnmente, las empresas que están dispuestas a hacerlo son más propensas a creer que el mercado ha sobrevalorado el precio de sus acciones. Por tanto, la decisión de vender acciones transmite una señal negativa al mercado y esta señal negativa se refleja en el precio de las acciones haciendo que bajen.

niveles de producción, se traduce en mayores niveles de deuda y, por ende, mayores probabilidades de incumplimiento.

Para afrontar el problema de racionamiento de las acciones existen los bancos de inversión. Ellos se encargan de reducir el riesgo a través del monitoreo de los inversionistas al momento de emitir sus títulos financieros. Los bancos de inversión investigan a las empresas que piensan emitir nuevos valores y elaboran prospectos sobre estas mismas, buscan informar de la mejor manera a los ahorradores para que exista una correcta valuación del activo. Así como también convencen a los compradores poniendo su propia reputación en juego (Ball, 2012:128).

De esta manera, las instituciones financieras, como los bancos comerciales, son los encargados de ayudar a canalizar los fondos hacia las actividades productivas a través de disminuir los problemas de información asimétrica que existen en los mercados financieros. El problema es que tanto el riesgo moral como la selección adversa actúan permanentemente, haciendo que los bancos tomen la decisión de no dar créditos a toda la demanda existente, aun contando con los fondos disponibles para hacerlo.

En el caso del riesgo moral, como se mencionó anteriormente, surge cuando la conducta de alguien cambia al momento de recibir un servicio financiero dejando que la contraparte asuma las consecuencias de sus decisiones. (Bebczuk, 2003:7). Por ejemplo, una persona puede hacer una inversión arriesgada después de tomar un préstamo (sin importar la tasa de interés) con el objetivo de obtener altos rendimientos y así pagar el préstamo adquirido en menor tiempo. Por ello, los bancos pueden requerir información adicional sobre los clientes, para tener mayor certeza de pago futuro (por ejemplo, algunos colaterales) o simplemente pueden decidir no prestar a ciertos clientes sobre los cuales la posibilidad de pago futuro es menor.

La selección adversa "[...] surge como consecuencia de tener diferentes prestamistas con distintas probabilidades de volver a pagar su préstamo" (Stiglitz, 1981b:393) y se refiere al hecho de que a menudo son las personas cuyas actividades son particularmente riesgosas, deciden tomar préstamos con intereses altos. Como no es posible para

los prestamistas asegurarse de lo arriesgado que es el comportamiento de sus clientes, tienen que utilizar diversos mecanismos para elegir de los prestatarios potenciales y uno de ellos es ver su disposición a pagar una mayor tasa de interés. Cabe aclarar que Stiglitz (1981b:395) especifica que estos métodos son inevitablemente imprecisos, lo que significa que algunos clientes potencialmente sólidos son rechazados.

Estos problemas de información asimétrica hacen hincapié que quienes prestan el servicio no siempre conocen todo lo que quieren saber de la contraparte. Así que los bancos actúan determinando quién es probable que cumpla con sus promesas de pago, asegurando que el dinero prestado se gaste de forma comprometida y se cobre a la fecha de vencimiento. (Greenwald y Stiglitz, 2003:4).

“Proporcionar estos servicios de monitoreo y cumplimiento es, en cierto modo, como cualquier otro negocio; existe un riesgo y, por lo tanto, la clave para entender el comportamiento de los bancos es comprender las limitaciones en su capacidad para absorber estos riesgos y como pueden estar dispuestos y ser capaces de cambiar sus circunstancias económicas en las regulaciones gubernamentales” (Greenwald y Stiglitz, 2003:4).

Por estos problemas de información, las instituciones financieras no proporcionan créditos a todos los que lo necesitan. A esto se le conoce como racionamiento del crédito, es decir, a pesar de que podrían tener suficientes fondos a su disposición, optan por no desembolsar a los prestatarios potenciales que no cumplan con todos los requisitos o porque implicaría una reducción en su tasa de ganancias óptima.

Los problemas informativos anteriores implican que cuando hay un exceso de demanda de crédito, un prestatario que necesite de un préstamo va a estar inclinado a aceptar una tasa de interés más alta dispuesta por el banco. No obstante, a diferencia de un mercado convencional⁷, la maximización del rendimiento de un banco no ocurre en el punto donde la tasa de interés equilibra la oferta y la demanda de créditos, ya que el mismo banco rechazaría a un cliente que se ofrezca a pagar

⁷ Greenwald y Stiglitz se refieren a un mercado convencional como aquel mercado donde el precio está dado en el punto donde se interceptan la oferta y la demanda.

una tasa de interés más alta, argumentando que el riesgo es mayor al rendimiento esperado (Stiglitz, 1981b:394). Es decir, la tasa que maximiza sus beneficios no está representada por un equilibrio entre la oferta y demanda de fondos sino por el rendimiento esperado y su relación con el riesgo de impago de sus clientes.

"La tasa de interés no es como un precio convencional. Es una promesa de pagar una cantidad en el futuro. Las promesas se llegan a romper. Si esto no fuera así, no habría problema en determinar la calidad crediticia" (Greenwald & Stiglitz, 2003:16).

Aquí regresamos a la idea de que aumentar la tasa de interés no puede aumentar la rentabilidad esperada de un préstamo; a tipos de interés más altos se obtienen un conjunto de solicitantes de menor calidad (el efecto de selección adversa) y cada solicitante asume mayores riesgos (el riesgo moral).

Aun con el racionamiento del crédito y el racionamiento de las acciones, existe un *riesgo asociado con la producción* que expresa la idea de empresas que pueden no estar dispuestas a pedir créditos (incluso con bajas tasas de interés). Esto es, mientras las ventas de una empresa no están aseguradas, existe un riesgo con toda la producción. Siempre existe la posibilidad de que la producción tenga que mantenerse en inventario, o que la empresa sólo pueda venderla a un precio considerablemente bajo. A medida que la economía entra en recesión, este riesgo se incrementa. Esto significa que al mismo tiempo que la magnitud del riesgo ha aumentado, su capacidad y disposición para soportar el riesgo ha disminuido (ibid., 2003:23).

Dadas las asimetrías de la información y los altos costos de transacción, la mejor asignación de recursos puede ocurrir solamente con ayuda de políticas públicas. Los gobiernos son responsables de poner en marcha la infraestructura que reducirá los costos de transacción asociados con la prestación de servicios. Los gobiernos también pueden asumir riesgos que los prestamistas privados no aseguran o pueden establecer regulaciones que aseguren que los servicios estén disponibles para aquellos que los necesitan (Ball, 2012:207-211).

1.4 Postkeynesianos

1.4.1 Teoría de la preferencia por la liquidez

Keynes (1936) en la *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* formula un planteamiento crítico al mercado de capitales, señalando que es altamente inestable y puede generar recesiones económicas. Este autor adopta una visión diferente sobre el dinero, la tasa de interés y el desempeño de los mercados de inversión.

En un primer plano, señala que el dinero es una deuda expresada en unidades de valor, en las cuales se expresan las deudas y precios, que permite crear contratos y diferir pagos (depósito de valor). El dinero *“está ligado a un poder (estatal o comunitario) que, en tiempos modernos, se organiza a través de una estructura bancaria (constituida por bancos comerciales y una banca central) que tiene la capacidad de incrementar la liquidez, a través de la emisión de pasivos monetarios contra sí mismos, los cuales son ampliamente aceptados...”* (Levy, 2013:68). Entonces los bancos comerciales al crear dinero pueden emitir deuda monetaria contra sí mismos, siendo avalada por el Banco Central.

Por otra parte, para Keynes (1936) la tasa de interés es una variable monetaria determinada por la oferta y demanda de dinero. La demanda de dinero varía acorde con las previsiones sobre las variables económicas (en específico, la tasa de interés) en el futuro que tienen los agentes económicos. Al hacer su análisis sobre sus determinantes, nos menciona que la tasa de interés es la recompensa por privarse de liquidez durante un periodo determinado *“[...] (la tasa de interés) es el ‘precio’ que pone en equilibrio el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último [...], la cantidad de dinero es el otro factor que, combinado con la preferencia por la liquidez, determina la tasa real de interés en circunstancias dadas.”* (Keynes, 1936:152). Por tanto, la tasa de interés no es un premio por posponer el consumo presente a cambio de consumo futuro, sino es un pago por desprenderse de la liquidez que caracteriza al dinero.

En ese sentido, el ahorro y la inversión son dos actos independientes y están determinados por elementos distintos. El primero está en función del ingreso

principalmente y no de la tasa de interés (aunque no niega que esta variable pueda tener alguna influencia), mientras la inversión depende de la eficiencia marginal del capital junto con la tasa de interés, resaltándose que la variable relevante es la tasa de interés de largo plazo, la cual se determina en el mercado de capitales.

La preferencia por la liquidez es definida como “[...] una curva del volumen de recursos, valuados en dinero o en unidades de salarios, que deseará conservar en forma de dinero en diferentes circunstancias.” (ibid.:151). De esta manera, la preferencia por la liquidez es la demanda de dinero por parte de los individuos que desean mantener de manera líquida.

Existe una condición necesaria sin la cual no podría haber preferencia por la liquidez: la incertidumbre con respecto al complejo de tasas de interés para distintos plazos en el futuro. La incertidumbre es clave en el planteamiento de Keynes porque explica la inestabilidad del mercado de valores a partir de los distintos estados de ánimo de los inversionistas. Al no conocer con exactitud lo que sucederá en el futuro genera constantes valuaciones en los títulos financieros y esto lleva consigo ganancias o pérdidas financieras.

Además, las distintas estimaciones sobre la tasa de interés futura brindan otro argumento sobre la preferencia por la liquidez, ya que *“cualquiera que difiera de la opinión predominante, tal como se manifiesta en las cotizaciones del mercado, puede tener algún motivo para conservar recursos líquidos con el fin de realizar una ganancia...”* (ibid.:153).

Hay cuatro motivos por los cuales se demanda dinero (Levy, 2013:62-63), uno es para consumo y está en función del ingreso, independiente de la riqueza y tiene una velocidad-ingreso relativamente estable; segundo es para negocios y depende del ingreso esperado; el tercero es el motivo precaución, y el último motivo es el de especulación, el cual viene relacionado con la incertidumbre y las proyecciones de la tasa de interés en el futuro. *“Si se prevé que aumente la tasa de interés en el futuro, ello provocará que el precio esperado de los bonos sea menor que el actual, bajará el ahorro financiero (aumentando el atesoramiento) y subirá la preferencia por la liquidez, sin modificarse el ahorro total.”* (Levy, 2013:63)

La oferta y demanda de dinero relacionadas con el motivo especulación (el propósito de conseguir ganancias por saber mejor lo que el mercado traerá en el futuro) es altamente inestable. Se aclara que no importa el nivel absoluto de la tasa de interés, *“sino su grado de divergencia respecto a lo que se considera como un nivel aceptablemente seguro de la tasa de interés, teniendo en cuenta que, en cualquier estado de expectativas, una baja en la tasa de interés irá acompañada de un aumento en M_2 ”* (como se cita en Levy, 2013:64).

Asimismo, el mercado de capitales para Keynes tiene una importante función en la economía, ya que puede canalizar recursos hacia las empresas mediante la venta de bonos o acciones y así financiarlas directamente. Esto sucede cuando los empresarios emiten títulos de largo plazo (acciones o bonos), con los flujos de ingresos generados por su venta se cancelan las deudas de corto plazo (créditos bancarios) y las deudas de largo plazo se cubran con los rendimientos futuros. (ibid.:132).

El multiplicador del ingreso también juega un papel importante, ya que el gasto en inversión realizado por las empresas incrementa el ingreso (masa salarial y ganancias) y el ahorro también tiene que verse incrementado⁸. Es necesario que ese ahorro generado se canalice al sector financiero adquiriendo títulos financieros para anular las deudas iniciales. Este proceso de fondeo es crucial porque permite que se cancelen los compromisos de pago que se hicieron en periodos anteriores y así se cierre el circuito de financiamiento (ibid.:133).

El problema se encuentra en un constante conflicto entre inversionistas (dueños del capital) y los empresarios que están inmersos en el proceso productivo. (ibid.:133-136). En el momento en que ganen los empresarios sobre los inversionistas:

“[...] las tasas de interés de corto y largo plazo serán iguales, y el ahorro generado por la inversión se convertirá en ahorro financiero, de modo que se cerrará exitosamente el circuito de financiamiento, inversión y ahorro.” (ibid.:136). En el caso que dominen los dueños del capital *“puede preverse que aumenten las tasas de interés y la preferencia por*

⁸ Keynes supone que la propensión marginal a consumir es menor a uno, por lo que, al aumentar el ingreso, también lo hace el ahorro.

la liquidez, lo cual impedirá que el financiamiento se anule con un mayor ahorro financiero” (ibid.:136)

De esta manera, llega a explicar cómo se genera inestabilidad dentro de los mercados de capitales. Entendiendo que ahí se fija el precio de demanda, a partir de los rendimientos futuros esperados de cada activo, estos pueden ir variando e irse actualizando en cada instante del tiempo.

“La emisión de bonos y acciones tiene como función atraer el ingreso no consumido de los agentes superavitarios (familias), generado en la producción), y garantizar el financiamiento a largo plazo. Sin embargo, en el mercado de capitales el precio de demanda está sujeto a fuertes variaciones, que generalmente ocurre en el mercado secundario, donde hay una revisión constante del precio de demanda de los títulos financieros. La variabilidad de los precios de los títulos financieros causa ganancias y pérdidas financieras (y por tanto incertidumbre).” (ibid.:65)

Entonces el mercado secundario tiene un dilema sobre la estabilidad financiera porque, por un lado, genera incertidumbre, porque hay constantes revisiones sobre el valor de los títulos financieros. Por otro lado, ayuda generar liquidez para los activos no líquidos y es un indicador del precio para la emisión de nuevas acciones.

“... la liquidez de los mercados de inversión a menudo facilita, aunque algunas veces impide, el curso de las nuevas inversiones. Porque el hecho de que cada inversionista individual se haga la ilusión de que su compromiso es ‘líquido’ (aunque esto no pueda ser cierto para todos los inversionistas colectivamente) calma sus nervios y lo anima mucho más a correr el riesgo. En la medida que un individuo pueda emplear su riqueza en atesorar o en prestar dinero, la alternativa de comprar bienes de reales de capital no puede ser lo bastante atractiva... excepto cuando se organizan mercados en los que estos bienes puedan convertirse con facilidad en dinero” (Keynes, 1936:146).

Un aspecto importante es la mayor separación entre los propietarios del capital y los que dirigen las empresas, a partir del desarrollo de mercados de inversión más organizados. Esto ha llevado a que sean más precarios los mercados de inversión y que aparezcan varios factores que afectan negativamente a estos mercados. Estos puntos son descritos por Keynes (1936:140-141) y Levy (2013:66-67):

- 1) Conforme se ha generado un aumento gradual de la inversión por parte de las personas que no tienen conocimiento especial de los negocios en cuestión, menor es el conocimiento real que hay en la valuación de las inversiones por quienes poseen o proyectan comprarlas.
- 2) Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, que son de carácter efímero y poco importante, tienen a tener en conjunto una influencia excesiva y absurda en el mercado.
- 3) Una valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masa de un gran número de individuos ignorantes, está sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento en la opinión como consecuencia de factores que, en realidad, no significan gran cosa para el rendimiento probable.
- 4) Los agentes más influyentes en el mercado de valores sean inversionistas profesionales y éstos, en vez de realizar previsiones a largo plazo, respecto al rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, están dedicados a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general. Se ha llegado al punto donde se busca ser el primero en anticipar lo que la opinión promedio espera que vaya a ser la opinión promedio.

1.4.2 Hipótesis de la inestabilidad financiera

La *Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (HIF)* propuesta por Hyman Minsky (1975, 1982, 1992), presenta una teoría alternativa a la planteada por Keynes sobre el funcionamiento del mercado de capitales. Aunque ambos autores coinciden que se genera inestabilidad con el desarrollo de los mercados financieros, difieren en algunas ideas sobre las causas y mecanismos que llevan a ese resultado.

La característica fundamental del análisis hecho por Minsky es que las economías modernas se distinguen por un sistema financiero complejo y frágil, donde se crea y destruye dinero continuamente a partir de los compromisos de pago y su

cumplimiento respectivamente. Además, la inestabilidad financiera surge porque las deudas crecen más rápido que los activos.

“[...] la financiación de las inversiones y las posiciones en activos de capital por deudas es un atributo distintivo de nuestro tipo de economía. Esto hace que los flujos de efectivo y los balances de las empresas tengan especial importancia.” (Minsky, 1982:37)

Para este autor el mercado de capitales tiene un funcionamiento distinto al propuesto por Keynes en cuanto a las relaciones de producción, ya que los mercados financieros *“[...] no financian directamente a los prestatarios, función que asume la banca, y que dichos mercados otorgan liquidez a los activos no líquidos, sean estos títulos financieros bancarios o no. El incremento de liquidez se realiza a través de innovaciones financieras, que crean títulos sobre diversos activos subyacentes.” (Levy, 2013:129).*

Los bancos son los agentes principales que se encargan de prestar dinero a las familias y empresas, obteniendo fondos en el mercado de capitales⁹. La tasa de interés y el mercado de capitales, al igual que la economía, se comportan de manera cíclica, donde hay momentos de auge y de declives, aunque estos declives no necesariamente conduzcan a crisis económicas (ibid.:137). Al inicio del ciclo, la tasa de interés es muy baja y la disponibilidad de financiamiento es alta. Por ese motivo, las instituciones financieras bancarias consiguen fondearse en el mercado de capitales mediante innovaciones financieras. Conforme va avanzando el ciclo, los préstamos crecen más rápido que el ingreso de los prestatarios porque existe asimetría entre los plazos de las deudas y los ingresos (las deudas son de corto plazo y el ingreso es largo plazo).

El planteamiento de Minsky (1975), al igual que el de Keynes, considera al motivo especulación determinante en la demanda de dinero, pero, para el primero, su importancia recae en dos variables, el precio de la demanda y la tasa de interés:

“[...] el precio de demanda y la tasa de interés, ligadas únicamente al costo de los créditos bancarios; se resalta que la tasa de interés puede aumentar sin afectar el gasto en

⁹ El fondeo a través del mercado de capitales es una actividad que no necesariamente es previa al otorgamiento de préstamos.

inversión, siempre y cuando incremente (más que proporcionalmente) el precio de los títulos financieros. [...] De la misma manera, si aumenta el cuasi dinero, ceteris paribus (para un volumen dado de dinero, ingreso y compromisos financieros, incluyendo el ritmo de la inversión), menor será la tasa de interés y mayor el precio de los bienes de capital.” (ibid.:141).

Asimismo, se descarta que el aumento en el gasto de inversión genere un aumento en los ingresos (ganancias y salarios) que pueda ser considerado para saldar deudas anteriores originadas por financiamiento. Además, ya no existe ese conflicto de intereses entre los inversionistas y los empresarios, los contempla como si fueran indistinguibles. (ibid.:138)

En contraste con Keynes, donde las perturbaciones en el mercado de capitales se generaban por la incertidumbre acerca del valor futuro de algunas variables como la tasa de interés y por el estado de ánimo de los participantes, Minsky se enfoca en la evolución de las tasas de apalancamiento y parte de la idea que todos los intermediarios financieros son comerciantes que se esfuerzan por innovar los activos que poseen y los pasivos que comercian. Se tiene una visión distinta de como impacta la incertidumbre en las relaciones financieras, ya que:

“[...] las expectativas cambiantes no son representadas por medio de las variaciones en la tasa de interés, sino a través de los cambios en el precio de los títulos financieros, los cuales, afectan a los portafolios financieros y a los ciclos económicos.” (ibid.:141).

La incertidumbre sobre el futuro provoca constantes alteraciones en las expectativas de los agentes, haciendo que los precios de los títulos financieros varíen, generando inestabilidad en las carteras financieras y, consecuentemente, en los ingresos¹⁰. Teniendo en cuenta esto, se vuelve importante estudiar las hojas de balance de las empresas porque llegan a ser altamente inestables por la variación de los precios de los títulos financieros. Levy (2013) con base en Minsky (1975, 1982, 1992) describe concretamente que describen las hojas de balance:

¹⁰ Resulta importante señalar esta causalidad, ya que el ingreso es aquello con lo que se hace frente a los compromisos de pago.

“Estas hojas resumen las actividades económicas pasadas con base en las cuales se derivan los ingresos presentes, y bajo la forma de deudas reflejan decisiones corrientes, que a su vez modifican los flujos de ingreso futuros.” (ibid.:142).

Existen tres tipos de deudores o estructuras financieras descritos por Minsky (1982, 1992): financiamiento de cobertura, son aquellos que sus ingresos bastan para cubrir todas las obligaciones de pago, principal más intereses; financiamiento especulativo, sus ingresos bastan para pagar sólo intereses de la deuda, pero sin poder pagar el monto principal; financiamiento Ponzi, los ingresos no alcanzan para pagar intereses sobre la deuda ni mucho menos amortizar el principal. Menciona que “[...] la estabilidad de una estructura financiera económica depende sobre la mezcla de las estructuras financieras” (Minsky, 1982:36) siendo, precisamente, más inestable una economía regida por financiamiento Ponzi.

El nivel de apalancamiento permite que se acelere la etapa de auge y se empiecen a formar las estructuras de financiamiento. La inestabilidad está en función de “[...] la evolución de las tasas de apalancamiento porque, de acuerdo con él, las deudas empiezan a crecer más rápido que los activos, los cuales dependen de sus distintos grados de liquidez.” (Levy, 2013:130).

Minsky (1992:8) alude a que la economía tiene distintos regímenes, uno bajo el cual la economía parece estable y otro bajo el cual es inestable, generando ciclos económicos. En los periodos de auge, las economías tienden a moverse de una estructura dominada por financiamiento especulativo hacia una dominada por financiamiento Ponzi. Esto ocurre porque cuando existe una gran cantidad de individuos dentro del financiamiento especulativo, se estaría en un estado inflacionario; lo cual indica que lo más seguro es que las autoridades monetarias ataquen la inflación con política monetaria contractiva (aumentando la tasa de interés o retirando dinero de la economía).

Entonces las unidades especulativas se convertirán en Ponzi y las antiguas unidades Ponzi tendrán que desaparecer. Consecuentemente, las unidades que tengan baja liquidez o no puedan pagar de ninguna manera su deuda, serán

forzadas a vender activos y esto llevará a que se derrumben los valores de los títulos financieros.

En síntesis, este comportamiento cíclico también se puede observar cuando se presenta un aumento en el precio de los títulos financieros (inflación financiera), consecuencia de una expansión del financiamiento, lo cual, a su vez, genera nuevos instrumentos financieros sobre activos subyacentes. El proceso provoca un aumento en la liquidez que genera un aumento en las deudas con respecto a los activos, lo cual se ve reflejado en las tasas de apalancamiento. El efecto contrario sucede cuando caen las reservas de las instituciones financieras y los bancos comerciales aumentan su tasa de interés. La demanda de títulos financieros cae y, por ende, sus precios, generando una caída en la inversión y en el ingreso. Consecuentemente, este ciclo lleva a la imposibilidad de los agentes de hacer frente a los compromisos de pago de deudas pasadas (deflación de la deuda), lo que puede resultar en una recesión económica.

1.4.3 Inflación financiera

La *inflación financiera* es una teoría alternativa, pero no opuesta a los planteamientos hechos por Keynes y Minsky sobre el funcionamiento del mercado de capitales. Esta teoría considera que el equilibrio entre la demanda de los empresarios por financiación y la oferta de dicha financiación no ocurre (Toporowski, 2000:22).

El análisis de Toporowski (2000) sobre el mercado de capitales se diferencia del de Minsky en el sentido que su planteamiento no se centra en el estudio de las hojas de balance de las empresas, sino en la entrada y salida de flujos que se generan dentro de los mercados de inversión. Debido a la inestabilidad de dichos flujos, los mercados de capitales son un lugar donde se distribuyen las ganancias y no un espacio de intermediación financiera.

A pesar de que su análisis también considera a los niveles de endeudamiento como causantes de los ciclos económicos, “...las deudas no están directamente relacionadas

con el financiamiento de la expansión del capital, la producción y el comercio.” (Levy, 2013:151)

Las empresas acuden al mercado de capitales para obtener liquidez, no para financiar el capital fijo, el cual se financia con utilidades retenidas. El objetivo de las empresas no financieras: “[...] *es la generación de ingresos provenientes del mercado de capitales, que incrementan los rendimientos de las empresas privadas no financieras, dado un monto de activos fijos (Inversión productiva).*” (ibid.:151).

Sin embargo, solo las grandes empresas a esta liquidez que proviene del mercado de capitales: “*El financiamiento a la producción proviene de los fondos internos y de los créditos, que se distribuyen de manera desigual de acuerdo con el tamaño de las empresas.*” (ibid.:177)

La particularidad en el enfoque de la *inflación financiera* establece que la entrada de flujos de capital a los mercados de valores se da únicamente con la intención de comerciar títulos y obtener ganancias. En la etapa de auge de una economía la entrada constante de nuevos capitales genera una inflación en los precios de los activos que se eleva hasta el instante en que dejan de entrar por lo menos la misma cantidad de dinero que venía entrando hasta ese momento del tiempo. Esto se revierte cuando empiezan la venta de los títulos financieros, los precios empiezan a descender y se genera una deflación financiera.

Tanto el proceso de *inflación* como el de *deflación financiera* no están ligadas a la producción o al crecimiento de la acumulación. En la fase expansiva del ciclo económico se genera un proceso de sobrecapitalización de las empresas no financieras, debido a que los precios de mercado de los títulos financieros están por encima del valor en libros de los activos fijos. En la fase recesiva del ciclo, existe una caída de los precios de mercado de los títulos financieros por debajo del valor en libros de las empresas financieras, impidiendo que el flujo de ingresos que reciben las empresas ayude a cancelar las deudas de periodos pasados (ibid.: 151-152).

Cuando hay una nueva entrada de dinero en el mercado de capitales¹¹:

“[...] este dinero no termina en la cuenta de alguna persona que levante dicha financiación en la bolsa de valores; en su lugar, termina en la cuenta de un segundo inversionista financiero que vendió la primera acción al primer inversionista. El segundo inversor es probable que utilice ese dinero para comprar otra acción, de un tercer inversor, que luego utilizar el dinero para comprar un tercer stock de un cuarto inversor. En el caso del dinero que una empresa podría utilizar para pagar una adquisición, los accionistas de la empresa objetivo de manera similar se encuentran con dinero adicional, y menos acciones. Por lo tanto, utilizarán ese dinero para comprar acciones de un tercer grupo de accionistas.”
(Toporowski, 2000:23)

De esa manera, la entrada de dinero inicial estará circulando dentro del mercado secundario hasta que sea retirado por un inversionista final, o que desee usar el dinero para algún otro propósito, o por el gobierno que emite un bono, o por una empresa que emita una acción (ibid.:22).

Los intermediarios financieros también tienen su función, la cual es equilibrar las órdenes de compra y venta potencialmente inconsistentes, pero eso no implica que exista equilibrio en el mercado, ya que el intercambio continúa hasta que se retira la liquidez puesta en el mercado o, si la transacción inicial era una venta, hasta que el dinero sacado del mercado sea reemplazado por un comprador que ponga liquidez en el mercado (ibid.:23).

Incluso si la entrada de dinero inicial es finalmente retirada por una empresa industrial, no hay un mecanismo de subasta que asegure que los fondos obtenidos se aplicarán a los proyectos más rentables en la economía real. La emisión de nuevas acciones, la cual se da en el mercado primario, se separa de la entrada de dinero inicial en el tiempo y en el lugar por los muchos intermediarios que eventualmente llevan la entrada de dinero a la compañía (ibid.:23-24).

¹¹ Dicha entrada de dinero puede ser resultado de la decisión de una empresa por tomar el control de una de sus similares, lo que lleva a la compra de las acciones de la empresa objetivo. También podría ser el caso de un inversionista individual que desea invertir en el mercado de capitales, al hacer efectiva la compra.

En contraste con la teoría convencional, el fondo de maniobra generalmente se financia en realidad con préstamos bancarios a corto plazo, con facilidades de sobregiro o incluso con letras de crédito (ibid.:23). Del mismo modo, para la inversión de capital fijo, los mercados de capitales son fuentes de financiación inadecuadas por dos razones:

En primer lugar, los mercados de capitales son inestables, alternando períodos de alta liquidez cuando la financiación para la empresa es fácil y períodos de iliquidez, cuando los financieros tienden a ser demasiado cautelosos para tomar inversiones a mediano o largo plazo. Esto se puede ver cuando los precios de las acciones están aumentando, en ese momento existen una gran cantidad de compradores y vendedores deseando sacar las mayores ganancias de capital. Sin embargo, cuando los precios están cayendo, los compradores son más propensos a buscar inversiones alternativas que sean más prometedoras. De esta manera, el mecanismo de precios que trae a equilibrio la oferta con la demanda se rompe porque la caída de los precios hace que los compradores salgan del mercado en lugar de estimular su demanda (ibid.:24).

La segunda razón, es la incertidumbre de los rendimientos de la inversión productiva. *“En la práctica, los rendimientos reales de la inversión fluctúan de acuerdo con los ciclos económicos y la competencia en el mercado, que no pueden predecirse. En una economía diversificada, una serie de industrias y empresas operan con diferentes grados de intensidad de capital. Los más intensivos en capital son los que harían las mayores convocatorias en el mercado de capitales en un auge.”* (ibid.:24)

Por estos motivos, se puede entender que los mercados de capitales normalmente fluctúan entre esta liquidez e iliquidez y, esto aunado con el ciclo económico, son capaces de financiar por arriba de sus posibilidades a una empresa en un auge y pueden cerrar el flujo de capitales a esa misma empresa en una recesión. Lo que conduce a que se genere inestabilidad financiera y, posteriormente, perturbaciones en la economía real que puede resultar en crisis económicas.

1.5 Conclusiones

A lo largo de este capítulo se analizaron los distintos puntos de vista sobre el funcionamiento y la importancia del mercado de capitales. Se hizo un estudio sobre la teoría ortodoxa (Hipótesis de los Mercados Eficientes), la cual se fundamenta en el hecho de que los títulos financieros reflejan toda la información disponible en cada momento; las estimaciones de los valores intrínsecos son, por tanto, acertadas y llevan a los agentes, que buscan maximizar sus beneficios, a una situación de equilibrio donde un individuo en promedio obtiene un rendimiento medio igual al del mercado y que va acorde con el riesgo asumido.

En segundo lugar, la teoría de la Nueva Escuela Keynesiana se caracteriza por mostrar los fallos de mercado a partir de la existencia de información asimétrica en los mercados financieros, lo cual no permite que se llegue a una situación de equilibrio y ni que los mercados sean competitivos. La selección adversa y riesgo moral son dos problemas de información asimétrica que muestran porque los activos no logran representar toda la información en sus precios. Aunado a esto, el racionamiento de crédito y el racionamiento de las acciones tienen un papel importante al explicar los métodos de financiamiento por parte de las empresas y los créditos que concede la banca comercial.

Por último, se presentan tres teorías heterodoxas: la teoría de la Preferencia por la Liquidez, la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera y la Inflación Financiera. Estas tres ideas pretenden demostrar los mecanismos por los cuales se genera perturbaciones en los mercados de capitales, generando que exista desincentivo hacia la actividad productiva por parte de las empresas. Estas tres teorías destacan el rol dominante de las finanzas dentro del sistema capitalistas, el constante crecimiento de este junto con su dominio sobre otros sectores y las consecuencias negativas de la desregulación financiera.

El análisis de Keynes, presentado en su teoría de la Preferencia por la Liquidez, señala que el financiamiento puede darse por tres vías: préstamos bancarios (corto plazo), emisión de títulos financieros de largo plazo y de recursos de la propia empresa. Su estudio sobre el funcionamiento del mercado de capitales se centra en

el proceso de fondeo, cuyo objetivo es estabilizar el sistema financiero a través de cubrir las deudas de corto plazo con la emisión de títulos de largo plazo. No obstante, se considera al mercado de capitales altamente inestable debido a la incertidumbre sobre el comportamiento de las variables futuras como la tasa de interés. Esto se ve reflejado en la volatilidad de los precios de los títulos financieros y en los distintos estados de ánimo de los inversionistas.

La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera plantea que el mercado de capitales no financia directamente a los prestatarios (esta acción es realizada por la banca), su función es otorgar liquidez a los activos no líquidos, lo cual se hace a través de innovaciones financieras. Minsky supone un comportamiento cíclico de la tasa de interés y del mercado de capitales, donde los precios de los títulos financieros aumentan en la fase expansiva (inflación financiera) y en cuya fase contractiva caen los precios de los instrumentos financieros (deflación financiera). La tendencia cíclica se ve reflejada en los niveles de apalancamiento.

En el caso de la teoría de la Inflación Financiera supone que el mercado de capitales no asume la función de intermediación financiera, sino un espacio de distribución de ganancias. Toporowski explica que parte de las ganancias de las compañías proviene del comercio de títulos financieros en el mercado de capitales, financiado por un sobreendeudamiento que provoca un aumento en los precios de los títulos financieros. El análisis se centra en la entrada y salida de flujos que se generan dentro de los mercados de inversión, provocando inflación y deflación financiera respectivamente.

CAPÍTULO 2. CAMBIOS INSTITUCIONALES DENTRO DEL MERCADO DE CAPITALES Y SU RELACIÓN CON LA ECONOMÍA MEXICANA

2.1 Introducción

En este segundo capítulo se busca abordar los cambios institucionales más importantes que afectaron el mercado de capitales en México, así como el impacto que ha tenido dicho mercado con la economía mexicana en cada momento. Desde el periodo de sustitución de importaciones hasta mediados de la segunda década del siglo XXI, han ocurrido una serie de modificaciones que han pretendido incrementar las fuentes de financiamiento a la actividad productiva, ya sea a través de adaptarse a las medidas implementadas en los mercados financieros internacionales o al desarrollo de las instituciones no bancarias y de nuevos instrumentos financieros.

Las instituciones financieras no bancarias y, específicamente, las fuentes de financiamiento alternativas al crédito bancario han ido adquiriendo cada vez una mayor presencia en México a partir de la desregulación financiera y la posterior globalización de la economía; lo cual ha modificado sustancialmente el sistema financiero mexicano. Durante la primera mitad del siglo XX, la economía mexicana y el financiamiento estuvieron dominados por una estructura bancaria especializada como lo eran las sociedades financieras, aseguradoras, bancos comerciales, entre otros. Después aparecieron los bancos múltiples legalmente en los años setenta en un contexto donde existía un mercado de capitales débil.

Fue hasta los años ochenta cuando se empezó a dinamizar el sector bursátil vía títulos gubernamentales que circularon hacia las instituciones de créditos y, notablemente, aparecieron una serie de nuevos instrumentos bursátiles, incrementando la actividad de las instituciones financieras no bancarias.

Con la llegada del TLCAN, el sistema financiero mexicano tuvo que adaptarse al funcionamiento de la estructura financiera estadounidense, con lo que aparecen nuevas entidades financieras e instituciones especializadas como las Sociedades Financieras de Inversión Limitadas (SOFOLIS) que, junto a las SIEFORES

(Sociedades de Inversiones de Fondos de Retiros) hicieron que los inversionistas institucionales adquirieran gran importancia.

No obstante, con la crisis financiera y la recesión económica iniciadas a finales de 1994, se gestaron cambios institucionales importantes en el sistema financiero mexicano, entre los cuales destaca la extranjerización de la banca privada, la privatización del SAR, y la ampliación de la apertura comercial que terminó por acoplar la economía mexicana a la estadounidense.

Durante los últimos quince años es posible observar tanto la adaptación que ha tenido el mercado de capitales mexicano al entorno internacional como el desarrollo que ha tenido el mercado de derivados y los efectos que han tenido las innovaciones financieras tanto positivas como negativas en todo el mundo.

Este capítulo está estructurado en cuatro partes que buscan explicar los sucesos que marcaron el rumbo del mercado de capitales en México. En la primera parte se describen los rasgos que caracterizaron la relación entre el sector financiero y la economía real, desde el comienzo de la estrategia de sustitución de importaciones en México hasta el inicio de la desregulación financiera, la cual comenzó en el país en los años setenta y cuyos efectos tuvieron lugar hasta la década posterior. Básicamente, la política monetaria se orientó en la asignación selectiva del crédito, el encaje legal y control directo de las tasas de interés sobre los depósitos bancarios.

La segunda parte es un recuento de las medidas tomadas por el gobierno federal para desregular los mercados financieros y el efecto que tuvieron a nivel macroeconómico dentro del país. En este periodo, se liberaliza la tasa de interés, se suprime la política de encaje legal para finalmente privatizar el sistema bancario y, fundamentalmente, se da un primer impulso al mercado de capitales como alternativa de financiamiento, que se canaliza para el pago de la deuda externa; se explican las circunstancias que llevaron a este panorama y las consecuencias que surgieron a partir de dichas medidas.

En la tercera parte se analiza cómo ocurre la liberalización del sistema financiero. En esta parte se intenta analizar cómo continuó la venta de las empresas donde todavía mantenía participación el Estado, así como la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). El entorno económico de la década de los noventa mejoró de manera notable los indicadores macroeconómicos; específicamente, el crecimiento del PIB y la penetración del capital extranjero, lo cual fue debido principalmente a la extranjerización de la banca mexicana que propició activos nacionales que atrajeron recursos financieros internacionales para financiar el crecimiento.

La última parte abarca desde el inicio del siglo XXI e intenta explicar las situaciones más importantes que han sucedido en los últimos quince años. Se hace un pequeño análisis de cómo ha impactado el proceso de titularización en México, los problemas y medidas tomadas a raíz de la gran crisis financiera y los objetivos de la reforma financiera de 2013.

2.2 Antecedentes del mercado de capitales

Los mercados de capitales, junto con otras fuentes de financiamiento alternativas al crédito bancario, han ido tomando cada vez una mayor presencia en México a partir de la desregulación financiera y la posterior globalización de la economía. Antes de esos sucesos, el papel de los mercados de capitales era muy distinto. Si bien la Bolsa de Valores de México se fundó a finales del siglo XIX, las instituciones de crédito, en específico la banca comercial, mantuvieron un poder tanto económico como político desde los años treinta del siglo XX, durante el periodo de sustitución de importaciones y hasta la nacionalización de la banca en 1982. Las instituciones financieras no bancarias quedaron rezagadas y tuvieron un bajo desarrollo durante este periodo.

En primera instancia, la banca comercial tuvo un rol fundamental en el crecimiento de la economía después de los continuos desequilibrios económicos que hubo durante la revolución mexicana. A partir de los años treinta, “[...] el gobierno adoptó

una estrategia económica y una estructura reguladora financiera, otorgando preeminencia oficial a los bancos por encima de todas las demás instituciones financieras, pero poniendo a los bancos bajo un control estricto de regulación” (Minushkin, 2003:2).

Durante el periodo de sustitución de importaciones en México, las instituciones bancarias, en coordinación con el gobierno, lograron que el crédito se destinara a las industrias que se tenían como prioridad para desarrollar y se mantuvo un control de las tasas de interés para impulsar la sustitución de importaciones en sectores específicos como el manufacturero. Las tasas de interés reales llegaron a estar por debajo de las del mercado, aunque siempre mantuvieron beneficios para los bancos. (*Ibid.*:2)

Aun cuando en 1933 se permitió el establecimiento de una bolsa de valores en cada ciudad del país mediante la Ley Reglamentaria de Bolsas (lo cual sólo sucedió en Monterrey, Guadalajara y la Ciudad de México) y, en 1946, se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV) como un organismo autónomo, cuya función principal era aprobar el registro y oferta de valores de acuerdo con el marco jurídico mexicano (Díaz y Vázquez, 2016:64), la estructura del sistema financiero mexicano estuvo basada en la banca, con las demás actividades financieras clasificadas legalmente como operaciones auxiliares de crédito:

“Según el ordenamiento de (la Ley Bancaria de) 1941, las instituciones de crédito serían las siguientes: bancos de depósito, sociedades financieras e hipotecarias y bancos de capitalización... Por su parte, en el cuadro de las organizaciones auxiliares de crédito se consideraron cuatro figuras: almacenes generales de depósito, cámaras de compensación, bolsa de valores y uniones de crédito.” (Turrent, 2008:9)

Los únicos participantes que se encontraban dentro de la bolsa eran inversionistas independientes y agentes afiliados a algún banco (Minushkin, 2003:4).

En ese momento ante la falta de instituciones financieras que estuvieran dedicadas al crédito a largo plazo, se decidió incentivar la creación de sociedades financieras con el objetivo de impulsar la capacidad productiva:

“En un intento por compensar este desbalance, en la Ley Bancaria de 1941, se otorgaron facultades muy amplias de operación a la figura de la sociedad financiera. En cuanto a

captación estas instituciones estaban pensadas para emitir bonos comerciales, aunque también podían recibir recursos a plazos más cortos.” (Turrent, 2008:10).

Estas iniciativas promovieron el crecimiento de estas sociedades, quienes más tarde, en 1958, serían incluidas dentro de la instrumentación del encaje legal¹².
(*Ibid.*:10)

A pesar del desarrollo de estas instituciones, el sistema financiero mexicano seguía manteniendo a las instituciones bancarias como las impulsoras del crecimiento económico. *“Durante los años del desarrollo estabilizador, los banqueros consolidaban su posición en la economía mexicana a través de fortalecer sus propias empresas y formar conglomerados financiero-industriales” (Minushkin 2003:8).*

Esto trajo consigo un nulo interés en modernizar la Bolsa de Valores, la propuesta por parte del gobierno seguía siendo el fortalecimiento del sistema financiero, a partir del desarrollo del sector bancario:

“[...] seguían una estrategia de desarrollo económico que enfatizaba a la banca como la fuente primaria de crédito de la economía mexicana, a finales de los cincuenta y los sesentas. Sus políticas tuvieron éxito. La economía tuvo un crecimiento fuerte, las tasas de interés fueron bajas, el peso se mantenía estable y las finanzas públicas eran sanas. Las necesidades de financiamiento del gobierno se cumplieron a través de los requerimientos de reservas bancarias.” (Ibid.:6).

Paralelamente, y a pesar del poco interés en la modernización de la Bolsa de Valores, en los años cincuenta, empezó a crecer el valor comercializado dentro de la Bolsa de Valores cuando se buscó que la empresa de Teléfonos de México fuera adquirida por mexicanos. Este proceso de nacionalización fue una primera oportunidad para atraer inversionistas a estos mercados, pero todavía no se tenía una visión clara de cómo se podría impulsar el desarrollo de nuevos mercados financieros (*Ibid.*:3).

¹² Encaje legal hace referencia “a la fracción obligatoria y mínima (requerida por la autoridad) de los depósitos de los ahorradores que los bancos comerciales deben mantener como reservas para poder atender los retiros de los depositantes. Es decir, la proporción de los depósitos que los bancos no pueden prestar.” (Glosario Banxico).

En esa misma década, y especialmente en la década de los sesenta, comienza a evolucionar el sistema financiero mexicano con la creación de grupos financieros, el antecedente de la banca múltiple y la formación de la banca universal¹³.

El surgimiento de estos grupos consistió en asociaciones informales entre instituciones financieras de distinta naturaleza. De esta forma, los bancos de depósito iniciaron este proceso con la fusión o adquisición de sociedades de inversión (aprovechando su expansión) y de otras instituciones financieras como aseguradoras, hipotecarias, casas de bolsa, entre otras. Incluso podían adquirir entidades de otro tipo, como empresas del sector industrial o de servicios. Esta tendencia fue fomentada a través de las economías de escala y las economías de alcance¹⁴.

Sin embargo, la figura legal de grupo financiero no fue reconocida sino hasta 1970 (Tello, 2007:579). Empezaba a surgir una restructuración en el sistema financiero mexicano y era necesario para ello, diversificar las fuentes de crédito e impulsar la presencia de los inversionistas institucionales, por lo que era necesario eliminar las barreras que no permitían el desarrollo de otros mercados e instrumentos financieros. Una de estas barreras era la falta de un marco legal que protegiera y diera derechos a los participantes, individuales e institucionales, esto con el fin, principalmente, de reducir el alto riesgo de invertir en estos mercados.

Durante la década de los años sesenta se creó una comisión con el objetivo de poner una base legal para aquellos que decidieran realizar transacciones dentro de la Bolsa de Valores. Sin esta base legal, los bolseros independientes no podían incorporar y limitar sus responsabilidades legales. Este intento se vio frustrado una vez que hubo una gran cantidad de ejecutivos de bancos dentro de la comisión.

¹³ La banca universal se entiende como la provisión de la totalidad de los servicios financieros por una misma entidad o consorcio. En la práctica, la figura de la banca universal puede conformarse en una sola institución prestando todos esos servicios o en la conformación de consorcios, agrupaciones o grupos financieros. (Ibid.:11).

¹⁴ Las economías de escala y alcance aplican de la siguiente manera para los servicios financieros: las economías de escala es la reducción en los costos de transacción conforme aumenta la cantidad o número de transacciones. Las economías de alcance hacen hincapié en la reducción de los costos de producción de información por cada servicio conforme crece la cantidad de servicios que ofrece, esto a través de aplicar un recurso de información a varios servicios diferentes (Minshkin, 2014:38-39).

Como resultado “[...] los banqueros y los bolseros en la comisión de consulta no llegaron a ningún acuerdo sobre la legislación propuesta. La influencia de los banqueros sobre el Secretario de Hacienda, previno que no hubiera presión gubernamental para iniciar de nuevo el proyecto de una ley de mercado de valores.” (Ibid.:5).

La otra barrera para los inversionistas en el mercado de valores era que únicamente tenían presencia como adjuntos de los bancos:

“No tenían ninguna asociación sectorial ni comunicación regularizada ante la Secretaria de Hacienda o el Banco de México, no tenía una voz ante la Asociación de Banqueros de México (ABM) ni derechos legales para incorporarse ellos mismos como corporaciones de responsabilidad legal limitada, excepto como subsidiarios de los bancos.” (Ibid.:6).

Fue hasta el gobierno de Echeverría cuando se decidió comenzar con un nuevo borrador de la Ley¹⁵. La idea económica era impulsar la Bolsa de Valores para que las empresas mexicanas tuvieran fuentes alternativas de financiamiento, así como promover y expandir el mercado de títulos de deuda de corto plazo del gobierno con el objetivo de obtener también financiamiento. Por otro lado:

“La idea política detrás, fue la de implementar un contrapeso al poder de los conglomerados financiero-industrial y a sus dirigentes banqueros, por medio del desarrollo de la Bolsa y la democratización del capital. La Bolsa fue vista como una manera de que los mexicanos pudieran tomar el control de las empresas extranjeras con operaciones extensas en México, además de democratizar el capitalismo a través de un base más amplio de poseedores de acciones.” (ibid.:10).

Oficialmente, la Ley de Mercados de Valores fue aprobada en 1975. *“El propósito de la ley era el de desarrollar los mercados financieros de México y diversificar el sistema financiero, otorgando un marco legal a los bolseros y los mercados financieros.” (Ibid.:11).*

¹⁵ Anteriormente ya se había intentado crear un proyecto de ley para impulsar la Bolsa de Valores. En 1959, con el aumento en la actividad dentro de la Bolsa dio lugar para crear una comisión con el objetivo de dar una base legal a la misma, pero el proyecto se estancó porque en la comisión de consulta no llegaron a ningún acuerdo sobre la legislación propuesta (Minushkin, 2003:5).

Es de este modo también que, con los cambios legales y la reestructuración financiera que estaba sucediendo, en los años setenta los grupos financieros son reconocidos legalmente en México y se establece la banca múltiple.

La formación de esta entidad financiera fue un proceso que se cumplió en tres etapas:

“La primera de ellas implicó una reforma legal un tanto limitada por la cual simplemente se anunció la ley en diciembre de 1974 la implantación en México de esa figura institucional. Posteriormente, vinieron una serie de reformas a la Ley Bancaria de 1978¹⁶. Finalmente, al amparo de ese marco legal procedió la conformación de los bancos múltiples.” (Turrent, 2008:14).

Sin embargo, aún con el afianzamiento de la banca múltiple, no se dejaron de lado los primeros pasos para dar una estructura al mercado de valores dentro del país, algo que también iba acorde a una tendencia que se veía en los mercados financieros internacionales, donde cada vez tenían mayor presencia los mercados de capital desregulados. Una de las razones que dio fuerza y aceleró la idea de tener un sector financiero más amplio y diversificado fue la devaluación del peso en 1976 y la necesidad del gobierno mexicano de negociar con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para asistencia en la balanza de pagos. En ese momento, se culpó a los conglomerados financiero-industriales por la salida de capitales y la crisis económica (*Ibid.*:11).

Este último hecho dio un mayor sustento para continuar y acrecentar la estructura institucional de la Bolsa. Se tomaron una serie de medidas, de las cuales Minushkin (2003:12) destaca tres de ellas para modernizar los mercados financieros de México y desarrollar sus mercados de capital:

“La primera medida fue ayudar a los agentes de Bolsa a incorporarse, formando corporaciones de responsabilidad legal limitada, mismas que ayudarían a los bolseros a profesionalizar sus operaciones, y les darían las bases institucionales desde las cuales

¹⁶ Durante los cambios que hubo en la Ley Bancaria de 1978 se dio la posibilidad de que se creen nuevos bancos múltiples y no sólo se formen por las fusiones de instituciones financieras existentes. Ese proceso de creación y fusiones de bancos múltiples inicio en 1976 y concluyó en 1980 (*Ibid.*:16).

podían expandirse. En segundo lugar, el Secretario de Hacienda impuso un nuevo requisito de reservas a los bancos comerciales para promover la adquisición de títulos en la Bolsa durante 1977. Se requirió a los bancos mantener un porcentaje específico de sus activos en títulos inscritos en la Bolsa. Esta medida ayudó a incrementar la actividad comercial en la Bolsa. Tercero, el gobierno revitalizó el programa de nacionalización de las empresas extranjeras e inscribió las acciones de varias empresas gubernamentales importantes en la Bolsa, incrementando el número de empresas cuyas acciones se comercializaron en la Bolsa y haciendo mayores oportunidades para los inversionistas.” (Ibid.:12).

Las emisoras privadas recibieron incentivos fiscales por colocar sus acciones en la Bolsa de Valores y se incorporan las bolsas que operaban en Guadalajara y Monterrey para consolidar la actividad bursátil en la Bolsa de la Ciudad de México, logrando incrementar la liquidez y elevando el atractivo de la Bolsa (*Ibid.*:13). Este marco dio lugar a que las empresas que poseían un mayor sustento económico comenzaran a desarrollar un mercado de capitales con una mayor variedad de títulos inscritos, seguridad y liquidez.

Otro momento importante ocurre en 1978, cuando se establece el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC)¹⁷, el principal indicador del rendimiento que tienen las acciones en el mercado de valores mexicano.

De gran trascendencia para el desarrollo a largo plazo del sector bursátil y para la transformación estructural del sector financiero, es la creación de la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa (AMCB) en 1980, la cual más tarde en 1993 cambiaría su razón social a Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C., dando mayor presencia a los inversionistas dentro de la Bolsa de Valores y no únicamente como adjuntos de bancos.

2.3 Desregulación financiera en México (1980-1990)

La desregulación del sistema financiero mexicano es consecuencia de los cambios ocurridos en los mercados financieros internacionales durante los años setenta,

¹⁷ Anteriormente era conocido como Promedio de Hechos, entre 1900 y 1957; posteriormente, entre 1958 y 1965 se le nombró Promedio de Cotizaciones de Acciones.

donde el incremento de la liquidez internacional de dólares impidió la convertibilidad del dólar en oro y, consecuentemente, provocó el rompimiento del sistema monetario internacional de Bretton Woods¹⁸. Todo esto llevó a la expansión y liberalización del mercado internacional de capitales, abriendo una estructura de tipos de cambio flexible.

Este gran cambio surge a partir de que los bancos estadounidenses iniciaron operaciones significativas en el euromercado desde mediados de los sesenta, cuando:

“[...] debido a las limitaciones internas a las tasas de interés pueden captar recursos en el exterior y prestarlos convenientemente en un mercado nacional en expansión y comenzaron a utilizar fondos provenientes de sus sucursales en el extranjero para financiar a empresas extranjeras y estadounidenses que realizaban operaciones fuera de su país.” (Correa, 1992:52).

El auge de las operaciones dentro del euromercado dio como resultado una mayor cantidad de liquidez en los mercados internacionales a inicios de los setenta, la cual estaba fuera de los controles regulatorios, diversificando las fuentes de dinero líquido originado en el sector privado. Esto conduce a un escenario con exceso de liquidez y escasas perspectivas de control oficial sobre este proceso. (*Ibid.*:54).

La crisis de la deuda en México a inicios de los ochenta del siglo pasado está claramente vinculada con este desarrollo del crédito y de la banca en Estados Unidos. “Los eurocréditos¹⁹ fueron un mecanismo de financiamiento en el mercado internacional, su crecimiento en la segunda mitad de los setenta se vincula con el ascenso del endeudamiento de los países subdesarrollados, particularmente de América Latina.” (*Ibid.*:50).

¹⁸ El sistema de Bretton Woods fue un acuerdo internacional que buscó promover el crecimiento económico sostenido a partir de limitar la movilidad internacional de capital y mantener un tipo de cambio fijo entre las monedas nacionales, donde el dólar era la moneda de referencia internacional (los demás países fijaban el precio de sus monedas con relación a ella) y la única que mantenía una paridad fija con el oro.

¹⁹ Los eurocréditos son créditos de un consorcio bancario, de mediano plazo y con tasa de interés ajustable. Son instrumentos que proporcionan alta rentabilidad y disminuyen riesgos y costos al distribuir la procedencia de los recursos entre muchas instituciones bancarias de las más distintas economías nacionales (*Ibid.*:50).

En este escenario con nulo control y regulación sobre el flujo de capitales en los mercados externos, es donde surgen una serie de medidas para desregular los mercados financieros (como quitar barreras a las tasas de interés, eliminar el encaje legal o permitir la entrada de inversionistas extranjeros) y atraer la mayor cantidad de capitales para financiar la actividad productiva.

La desregulación financiera dio un mayor dinamismo a la expansión de los mercados de obligaciones internacionalmente, lo cual respondía a necesidades tanto del sector privado (principalmente fondos de inversión) como del gobierno. Sobre todo, para los gobiernos, “[...] *la consolidación de un mercado de obligaciones abierto a los inversionistas financieros extranjeros permitió el financiamiento del déficit presupuestario por medio de la colocación de los bonos gubernamentales y otros papeles de deuda pública en los mercados financieros.*” (López, T., 2006:229).

En México, la Ley del Mercado de Valores (referida anteriormente) al tener como objetivos diversificar el mercado y hacerlo más atractivo, ayudó a que iniciara la emisión de instrumentos que ofrecían mayor liquidez y cobertura. Hasta mediados de la década de los setenta, el nivel de colocación de títulos gubernamentales en el mercado no había sido significativa.

En 1977, como consecuencia del auge petrolero y de la necesidad de su sector por desarrollar infraestructura para atender los niveles crecientes de demanda que se venían dando, se realiza la primera emisión de PETROBONOS²⁰.

De igual manera, ese mismo año se dieron los primeros pasos para establecer una nueva estrategia de política monetaria con la adopción de instrumentos para el financiamiento interno del Gobierno Federal en los mercados bursátiles; para ello, se autorizó la emisión de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)²¹, que empezaron a circular a partir de enero de 1978. Su objetivo principal ha sido el de financiar al Gobierno Federal y la regulación monetaria.

²⁰ Títulos de crédito respaldado por cierto número de barriles de petróleo crudo mexicano de exportación y emitido por el gobierno en el mercado internacional de capitales (Glosario Banxico).

²¹ Títulos de crédito al portador emitidos por el Gobierno federal, a una tasa de descuento, en los cuales se consigna la obligación de este a pagar su valor nominal en la fecha de su vencimiento (Glosario Banxico).

El aumento en la movilidad de capital internacional y los flujos de capital hacia México generaron los cambios que sucederían en el sector financiero mexicano durante la década de los ochenta. Para facilitar los flujos de capital extranjero, se autorizó a los bancos locales abrir oficinas en el extranjero para aprovechar del creciente mercado de dólares en 1978.

“El gobierno los alentó a pedir préstamos en los mercados extranjeros de los Estados Unidos y canalizarlos a México como parte de la estrategia de industrialización por endeudamiento, mismos préstamos del extranjero que se utilizaban para financiar la profundización industrial. La deuda externa a largo plazo del sector privado se incrementó de \$3.2 mil millones de dólares en 1970 a \$33.2 mil millones en 1980.” (Minushkin, 2003:14).

El problema surgió con la revaluación del dólar estadounidense a inicios de la década de los ochenta que, junto con las tasas reales de interés altas, revaluó los activos en dólares en propiedad de los extranjeros e hizo que se encarecieran las deudas denominadas en dólares.

Así es como creció la deuda de cualquier país con denominación en dólares. La Reserva Federal admitiría fluctuaciones rápidas en las tasas de interés, tratando de controlarla indirectamente a través de regular únicamente los agregados monetarios²². El problema fue que, al romperse la relación entre la base monetaria y el agregado monetario objetivo, se desestabiliza la demanda de dinero, con lo cual el Banco Central pierde control sobre ésta y provoca que las tasas de interés se disparen estrepitosamente. Esto implicó que, por un lado, las deudas en dólares se encarecieran enormemente y, por otro lado, fuera complicado valuar los títulos financieros y comercializar con ellos, generando desequilibrios en todo el sistema financiero.

En este contexto de altas tasas de interés y tomando en cuenta que la mayor parte de la deuda de México era a corto plazo, se requería la obtención de mayores

²² Este periodo que se hace referencia entre 1979 y 1982, se le conoce como “experimento monetarista”, nombrado de esta manera por las ideas de Milton Friedman y la vertiente económica a la que pertenecía, conocida como Monetarismo. Durante estos años la Reserva Federal decidió tener el control sobre un agregado monetario objetivo como instrumento principal de política monetaria (tomando en cuenta una relación estable entre éste y la Base Monetaria), en lugar de controlar directamente la tasa de interés de los fondos federales (Carlin & Soskice, 2015:470-472).

ingresos o mayor financiamiento para seguir pagando la deuda. Sin embargo, los desequilibrios en los mercados financieros internacionales disminuyeron la disponibilidad de créditos externos; a su vez, las políticas restrictivas que implementaron la mayoría de las economías para disminuir la inflación hicieron que los mercados externos se contrajeran y, consecuentemente, las exportaciones mexicanas se vieron mermadas, disminuyendo los ingresos y la posibilidad de financiamiento. En agosto de 1982, México deja de cumplir con el pago de la deuda externa, iniciando la crisis de la deuda.

Las dificultades para renegociar la deuda externa, tanto pública como privada, obligaron al gobierno mexicano a devaluar abruptamente la moneda y, posteriormente, a decretar un control de cambios temporal y la nacionalización del sistema bancario, lo cual implicó asumir como deuda pública los compromisos externos de las instituciones privadas (Mántey, 2010:23).

La nacionalización de la banca tiene algunas medidas relevantes que vale la pena destacar, como fueron:

“[...] permitir a los particulares la posibilidad de participar hasta en un 34% de las acciones de la banca nacionalizada; invitación a los anteriores funcionarios de la banca privada a contribuir a la administración del sistema financiero; otorgar una generosa indemnización a los ex-banqueros (a través de Bonos de Indemnización Bancaria²³); y devolver las acciones de las empresas no bancarias.” (Levy, 1998:171).

Del mismo modo, la nacionalización de la banca llevó a la disolución de los grupos financiero-industriales, permitiendo el desarrollo independiente de las Casas de Bolsa, compañías de seguros, compañías arrendadoras y otros intermediarios no bancarios.

Si bien esto tuvo una influencia determinante en la consolidación del mercado de valores en México, el mercado bursátil fue dinamizado principalmente por el gobierno a través de títulos de corto plazo que tuvieron como objetivo financiar el

²³ Se indemnizó a los accionistas de las 49 instituciones que habían sido expropiadas en ocho tramos de indemnización que se publicaron del 22 de agosto de 1983 al 23 de agosto de 1985 (Turrent, 2008:21).

gasto corriente, especialmente el pago de la deuda externa. Dichos títulos fueron adquiridos mayoritariamente por los bancos que obtuvieron altas tasas de interés con títulos de bajo riesgo.

En Levy (1998:176) se describen los principales factores que estimularon el mercado bursátil durante la mayor parte de la década, los cuales fueron: el aumento de la colocación de deuda interna en el mercado de valores, explicado por la gradual reducción del encaje legal y por las necesidades financieras para el pago de la deuda externa; la prohibición de las instituciones nacionales de crédito para operar directamente en el mercado de valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa; y el impulso de las sociedades de inversión.

Se debe llamar la atención sobre el aumento en la diversidad de los instrumentos bursátiles, que se caracterizaron por tener mayor liquidez y menor riesgo, como fueron los Futuros de Acciones, Bonos de Indemnización Bancarios²⁴ (1983), Sociedades de Inversión de Renta Fija (1984), Sociedades de Inversión de Capitales, Bonos Bancarios de Desarrollo (1985), Bonos de Renovación Urbana, Pagaré empresarial Bursátil, Pagarés de la Tesorería de la Federación (1986), Certificados de Aportación Patrimonial, Obligaciones subordinadas convertibles, Certificados de Participación Inmobiliaria, Bonos de Desarrollo y Certificados Plata (1987) (*Ibid.*:184).

La situación económica para el país durante la primera mitad de la década de los ochenta fue más complicada que en las décadas anteriores. Las constantes devaluaciones del peso generaron mayor inflación debido al aumento que provocaba sobre los insumos y bienes importados, en lugar de reducir el déficit de la cuenta corriente, como se podría pensar, a través de impulsar las exportaciones y reducir las importaciones. Esto conllevó a que hubiera una gran salida de capitales.

²⁴ La emisión de estos bonos representó el 10% de la colocación neta de la deuda gubernamental (Levy, 1998:171).

Para evitar la salida de capitales y recolectar ahorro interno, se aumentaron las tasas de interés, lo cual terminó encareciendo los créditos e incrementaron los rendimientos de los instrumentos del sector bursátil.

Consecuentemente, se detuvo la inversión productiva de los sectores privado y público y se redujo el consumo privado, provocando que decayera el crecimiento económico durante los ochenta. A su vez, se vio mermada la participación de los empresarios nacionales en la inversión privada con el ingreso de México al GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) y el comienzo de la apertura comercial, permitiendo a los sectores de escala afianzarse a proyectos con un fuerte componente de inversión extranjera (Girón y Levy, 2005:60).

La desregulación financiera consistió en culminar el proceso de liberalización de la tasa de interés, eliminar el encaje legal y permitir la participación de inversionistas no residentes en el mercado financiero. En 1988, se eliminaron los techos a las tasas de interés de las instituciones bancarias, mientras que el encaje legal se eliminó por completo en 1991 (Levy, 1998:188).

2.4 Liberalización del mercado de capitales (1990 – 2000)

Desde 1989, tras la renegociación de la deuda externa en el Plan Brady²⁵, se buscó incrementar el acceso a los mercados financieros internacionales, atraer inversión extranjera de cartera y directa para lograr, por la vía del financiamiento externo, una recuperación económica sin restricción al mercado externo y con estabilidad de precios.

El planteamiento económico en la práctica sostenía que, si México quería mantener una senda de crecimiento sostenido acorde con las políticas que había estado llevando a cabo desde inicios de la década, era necesario la inversión extranjera. Por ello, en 1989 se enmendó la Ley de Inversión Extranjera, la cual permitió abrir la mayor parte de la economía a la inversión extranjera directa y de portafolio y,

²⁵ Fue un plan para reestructurar y reducir la carga de la de la deuda externa contraída por países en desarrollo como México.

particularmente, “[...] permitió la inversión de portafolio en las acciones de empresas mexicanas por vez primera desde más de cincuenta años y quitó todas las barreras de salida para la repatriación de capital extranjero.” (Minushkin, 2003:25).

En 1990, le siguieron una serie de cambios que marcarían el rumbo del sistema financiero. Por un lado, se anunció que se utilizaría a la Bolsa de Valores para privatizar las paraestatales que aún quedaban bajo control del gobierno. En el caso de los bancos, se promovió un paquete de reformas para reestructurar a los bancos antes de privatizarlos. Las reformas permitían a los nuevos dueños formar grupos financieros que incluyeran un banco, una aseguradora, una sociedad de inversión, una casa de bolsa y otros servicios financieros bajo la misma estructura corporativa (Ibid.:26).

El proceso de venta de las 18 instituciones de crédito se llevó a cabo de junio de 1991 a julio de 1992. Una vez concluido el proceso, la Secretaría de Hacienda abrió la oportunidad para que se establecieran en México nuevos bancos múltiples (Turrent, 2008:25).

Por otro lado, se realizaron cambios a la Ley de Mercado de Valores, autorizando a empresas mexicanas colocar sus acciones en bolsas extranjeras y permitiendo a las casas de bolsa abrir oficinas en el extranjero. Así mismo, “En diciembre de 1990, el gobierno abrió los mercados de dinero para la inversión extranjera de portafolio permitiendo la inversión extranjera en los Cetes.” (Minushkin, 2003:25), globalizando el mercado financiero interno y permitiendo la entrada a los flujos de capital de corto plazo.

Todos estos cambios se incluyen en la Ley de Inversión Extranjera de 1993 y se suman a una serie de cambios legislativos que anticipan el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) para asegurar la compatibilidad de la normativa mexicana con la de los otros dos países que se encuentran en el tratado.

La participación de capitales externos en las instituciones financieras nacionales, incluida la banca, fue el compromiso adquirido por México con el TLCAN, donde se acordó abrir el sector financiero a la competencia internacional, aunque sería diferente dependiendo de los intermediarios financieros, es decir, para las

instituciones de finanzas, almacenes generales de depósito, uniones de crédito, sociedades de inversión y controladoras de sociedades de inversión sería una apertura inmediata; mientras que las instituciones de crédito, casas de bolsa, sociedades financieras de objeto limitado, instituciones de seguros, empresas de factoraje financiero y arrendadoras, la apertura sería gradual, imponiéndose un periodo de transición que iría del 1 de enero de 1994 al 31 de diciembre de 1999, el cual podría extenderse cuatro años más (Girón y Levy, 2005:26).

Con el objetivo de involucrarse en el esquema y programa de apertura del sector financiero surgen las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL) en 1993. Las SOFOL eran entidades financieras que tenían por objeto captar recursos provenientes de la colocación de instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores y otorgar créditos para determinada actividad o sector; estas entidades aparecen como requerimiento para la entrada del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, donde se requería que el país contara con figuras de intermediación financiera especializada o de objeto limitado, como los ya existentes en Estados Unidos (Non Bank Banks²⁶).

La entonces Asociación Mexicana de Sociedades Financieras de Objeto Limitado (AMSFOL) constituida en 1994, agrupaba a todas estas entidades. La importancia de las SOFOL fue doble (Serratos, 2006:57), ya que estaban activamente participando en el mercado de valores (su principal fuente de captación de recursos) y eran las principales participantes en sus respectivos segmentos de mercado, lo que las situaba como las competidoras más importantes de la banca comercial. Tan sólo a finales de los noventa y durante la mitad de la siguiente década, llegaron a otorgar más créditos que los bancos comerciales, sobre todo en el sector hipotecario.

Otra reforma central fue la que permitió iniciar la privatización del sistema de pensiones con el objetivo de reducir el gasto público, tomando en cuenta que las pensiones a personas mayores no iban ser sostenibles en un largo plazo, así como

²⁶ Son instituciones financieras que no se consideran completamente bancos porque participan en servicios de préstamo o crédito, pero no aceptan depósitos.

incrementar la intermediación no bancaria por medio del fortalecimiento de los inversionistas institucionales y, por consiguiente, robustecer el mercado financiero (Girón y Levy, 2005:25).

La reforma del Sistema de Pensiones inicia con el establecimiento del Sistema del Ahorro para el Retiro (SAR) en 1992. Éste fue creado como complemento al sistema de pensiones del IMSS e ISSSTE, y fue, sobre todo, un esquema que funcionó junto al IVCM²⁷, capitalizándose las contribuciones de los trabajadores mediante cuentas individuales, las cuales serían administradas por instituciones de crédito o entidades financieras autorizadas, también conocidas como ICEFA.

Este sistema sufrió modificaciones (Levy, 2005:190), las cuales afectaron, en primera instancia, a los trabajadores afiliados del IMSS y fueron aprobadas en 1995. Se establecieron regulaciones en 1996 y, finalmente, a partir de 1997 se puso en marcha el nuevo esquema de pensiones en México que conocemos actualmente, operado por las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), mismas que están reguladas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Las Afores tienen como objeto abrir, administrar y operar las cuentas individuales; recibir de los institutos de seguridad social las cuotas y aportaciones correspondientes a las cuentas individuales, así como recibir de los trabajadores y patrones las aportaciones voluntarias. De igual forma, se establecieron las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (SIEFORES), cuyo propósito es invertir los recursos administrados por las Afores.

Esto tuvo un impacto en el mercado de capitales y, en especial, sobre el mercado de deuda porque, en primer lugar, las contribuciones hechas por los trabajadores iban destinadas a invertirse en estos mercados, robusteciéndolos y afectando su organización. En segundo lugar, los fondos de pensiones estaban bajo una regulación que les exigía invertir una proporción de su capital en ciertos activos. Por

²⁷ Previo a 1997, el Instituto Mexicano de Seguro Social (IMSS) organizaba el fondo de pensiones de los trabajadores del sector privado y empresas descentralizadas, a través del programa de Seguros de Invalidez, Vejez, Cesantía en Edad Avanzada y Muerte (IVCM) que había estado vigente desde 1943. (*Ibid.*:189)

ejemplo, las SIEFORES, a finales de los noventa, se encontraban limitadas a invertir hasta un 10 por ciento de sus activos en títulos de un agente privado, el cual podría elevarse hasta un 15 por ciento si estos son avalados por un grupo de entidades (*Ibíd.*:192).

La creación de las Afores y de las sociedades financieras no sólo tenían como objetivo fortalecer el sistema financiero mexicano, sino también lograr su incorporación a los mercados financieros internacionales y así aumentar la competencia.

Un evento importante que acompaña a la creación de las AFORES y SOFOLES es la aparición de Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), la cual surge a partir de la fusión de la Comisión Nacional Bancaria (CNB) y a la Comisión Nacional de Valores (CNV). Este organismo que surge en abril de 1995 cuando el Congreso de la Unión aprobó la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (LCNBV), nace con el mandato de supervisar y regular las entidades que conforman al sistema financiero mexicano, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento.

Sin embargo, en paralelo a la creación de la CNBV, la apertura de los servicios financieros a la competencia externa (como estaba estipulado cuando se firmó el TLCAN en 1994) se tuvo que llevar a cabo con anticipación debido a la severa crisis bancaria que estalló a inicios de 1995.

Dicha crisis afectó a los bancos a través de los problemas en la balanza de pagos que dio lugar a la devaluación cambiaria. De acuerdo con Girón y Levy (2005:62) hubo un descenso al tercer trimestre de 1994 del 37% en la cuenta de capital con respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que el déficit en cuenta corriente aumentó 22% ese mismo periodo. Esto se debió a la sobrevaluación del peso frente al dólar y a la apertura comercial y financiera que volvió vulnerable la economía a los flujos de capital. A esto hay que sumarle el aumento en la deuda interna por medio de títulos con cobertura cambiaria, convirtiéndose realmente en deuda externa porque permitía respetar el tipo de cambio al cual se compró el título financiero.

Las causas de esta gran crisis, de manera resumida, fueron:

“La estrategia de deuda interna, por la vía de la política monetaria que se impulsó para retener la salida de divisas y contener las presiones sobre el mercado cambiario y el déficit en cuenta corriente, así como los menores ingresos en la cuenta de capital, significó el incremento de las tasas de interés en las emisiones primarias de los títulos públicos de corto plazo (Cetes, Bondes y Ajustabonos), así como la intervención en el mercado de dinero, con ofertas crecientes de títulos con cobertura cambiaria, en particular los Tesobonos²⁸.” (ibid.:63).

Como resultado de lo anterior, la cartera de los bancos se debilitó gravemente a raíz del aumento de las tasas de interés y la imposibilidad que afrontaron muchos acreditados para poder seguir pagando sus préstamos. El nivel de morosidad se fue incrementando, el peso se devaluó al pasar de 3.88 pesos por dólar en 1994 a 7.68 pesos en 1995, el déficit de la cuenta corriente ya no pudo financiarse con las entradas de capital y los niveles de inflación se dispararon por arriba del 50% en 1995 (*Ibid*:63).

La crisis bancaria ocurrida tuvo dos consecuencias clave. Primero, la devaluación del peso se expresó en las carteras vencidas que fueron asumidas por el Estado, convirtiéndolas en valores no negociables que se traspasaron al Fobaproa (Fondo Bancario de Protección al Ahorro), el cual sería sustituido en 1998 por el IPAB (Instituto para la Protección al Ahorro Bancario). Es decir, el costo fiscal del rescate bancario fue asumido en su totalidad por el gobierno a través del intercambio de valores emitidos por el Fobaproa a cambio de la cartera vencida de los bancos²⁹, esto con el objetivo de sanar el sistema bancario y así garantizar los depósitos bancarios.

²⁸ Son títulos de crédito denominados en moneda extranjera (dólares estadounidenses) a seis meses o menos, en los cuales el Gobierno Federal se obliga a pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera, en una fecha determinada. Estos títulos de crédito se pueden colocar a descuento y son indizados al tipo de cambio libre de venta (Glosario Banxico).

²⁹ Este costo representó el 13.2% del PIB en 1998. (*Ibid*:65).

Segundo, como resultado de la crisis cayeron las reservas bancarias, se decidió adelantar la entrada de capital extranjero a dicho sector a fin de capitalizar a los bancos:

“Se permitió el acceso de inversionistas institucionales extranjeros para fortalecer el capital social de las entidades financieras nacionales, lo que provocó una reducción del número de bancos, casi todos asociados al capital internacional, desarrollándose así la extranjerización de la banca mexicana.” (Ibid.:26).

La adquisición adelantada de los bancos nacionales (no se respetaron los diez años para el fortalecimiento de la banca ante la crisis) por parte de capitales extranjeros generó una competencia desigual para los bancos nacionales, teniendo que enfrentar a la competencia internacional sin estar los suficientemente fortalecidos. Además, se contrajo el número de bancos en operación dentro del país en ese momento y no aumentó la emisión de créditos, manteniendo aun así grandes ganancias (*Ibid.:26 y 77*). De hecho, las fuentes crediticias alternas a los bancos como las SOFOLES tuvieron un enorme crecimiento después de la crisis y durante la mitad de la siguiente década, destacándose el dominio del crédito sobre algunos segmentos del mercado, como el hipotecario (Serrano, 2006:59).

La situación económica cambió radicalmente después de la crisis de 1995, ya que se presentó de nuevo una gran entrada de capitales al país, pero en forma de inversión extranjera directa en lugar de inversión en cartera como fue en la primera mitad de la década. La inversión extranjera directa creció 79%, en tanto que la inversión extranjera en cartera sufrió una fuerte caída. Esto último se puede explicar por el crecimiento de la economía estadounidense, por el proceso de fusión y adquisición de empresas en México y por la contracción de la inversión indirecta como resultado de la crisis en Asia y en otras economías emergentes (Girón y Levy 2005:63).

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, después de la crisis económica de 1994 y la apertura comercial (TLCAN), el déficit de la balanza comercial en cuenta corriente se redujo a la mitad comparado con el de la primera mitad de la década. Ello se debió a que las exportaciones subieron por la integración

de la economía mexicana a la estadounidense y por la menor sobrevaluación del tipo de cambio en este periodo comparado con el anterior (pasó de fluctuar en la primera mitad de alrededor de 3.22 pesos por dólar a 8.76 pesos por dólar en promedio durante la segunda mitad) (*Ibid.*:64).

Con el fin de evitar crisis similares en el futuro, se realizaron modificaciones en la regulación y supervisión de la actividad financiera:

“La regulación y supervisión prudencial tuvo por objeto transformar las operaciones del sistema financiero y evitar futuras quiebras bancarias, [...] ello haciendo más transparentes las operaciones del mercado de valores y exigiendo reservas para atenuar el saneamiento de las instituciones. Este proceso, que configuró un nuevo modelo de la banca mexicana, fue extensivo en todos los países latinoamericanos en respuesta a los lineamientos del Banco de Pagos Internacionales de Basilea. En este entorno se implantó el Acuerdo de Basilea 1, que obliga a los bancos a tener un monto de reservas de al menos 8% del capital sobre activos (ROE).” (*Ibid.*:69).

La Ley del Mercado de Valores también se modificó en diversas ocasiones en este lapso. Entre los cambios se destacan el reconocimiento legal del especialista bursátil como intermediario del mercado de valores y quien actúa como mediador entre la oferta y la demanda de títulos; así como la creación del Sistema Internacional de Cotizaciones, el cual se refiere a los títulos financieros extranjeros que podrán llevar a cabo operaciones en territorio nacional (*Ibid.*:73).

2.5 Titularización e internacionalización del mercado de capitales

La desregulación y la liberalización financiera dieron lugar a una expansión de la innovación financiera y, sobre todo, al crecimiento del mercado de derivados financieros. Los instrumentos derivados³⁰ han tenido un papel cada vez más importante desde los años ochenta a raíz de que se fueron abandonando las tasas fijas y los controles de capital, es decir, la liberalización de los mercados de capital

³⁰ Un instrumento derivado es un título financiero con pagos ligados a los precios de otros activos.

ha creado la posibilidad de que existan muchos tipos de derivados que cada vez son más comercializados en los mercados financieros internacionales.

En México, la Bolsa de Derivados (MexDer) inició operaciones el 15 de diciembre de 1998, la cual opera a través de su propia Cámara de Compensación (Asigna). Ambas son autorreguladas y funcionan bajo la supervisión de las Autoridades Financieras (SHCP, Banco de México y la CNBV).

La innovación financiera (Eatwell y Taylor, 2000:97) no sólo ha creado industrias de servicios financieros totalmente nuevas, ha cambiado la manera en que se financian las actividades industriales y comerciales y la forma en que los hogares llevan a cabo los aspectos financieros de sus vidas. Esto ha dado lugar a que surjan nuevos instrumentos financieros y, con ello, nuevos procesos como la titularización.

La titularización (Tovar, 2007:1) es una técnica que permite reagrupar activos o flujos de efectivo en un activo comerciable mayor, es decir, permite transformar activos normalmente ilíquidos o riesgosos en otros con mayor liquidez o con menor riesgo. Esto con el objetivo de venderlos en forma de títulos valores. A su vez, dichos títulos están garantizados por el conjunto de activos subyacentes y su correspondiente flujo de efectivo. Por esta razón suponen una fuente alternativa de financiación a largo plazo tanto para los mercados locales como internacionales, al tiempo que pueden fomentar el desarrollo de los mercados de bonos domésticos, mejorando con ello la eficiencia del mercado bancario y financiero, al aumentar la competencia para suplir las necesidades de financiación de los clientes.

Pese al rápido crecimiento de esta actividad en los últimos años, esta técnica ha ido fortaleciéndose desde los años 90 y se ha vuelto cada vez más popular en los mercados financieros internacionales a inicios del siglo XXI. El proceso de titularización en América Latina y, específicamente, en México, ha contribuido a mejorar la liquidez de los préstamos locales para adquisición de vivienda.

La mayor parte de su desarrollo en México se debe a una decisión política para compensar el enorme déficit de vivienda, llegando a ser el mercado más grande de América Latina en el rubro de RMS (Bonos de titularización hipotecaria residencial).

En 2001, se crea la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), un banco de desarrollo destinado a conceder préstamos y garantías tanto para la financiación y construcción de vivienda como para ayudar a la titulación de créditos concedidos a través de intermediarios financieros. Esta entidad se encarga de: (i) proporcionar financiación a largo plazo a los intermediarios financieros y cubrir el riesgo de tasas de interés; (ii) proporcionar seguros hipotecarios; y (iii) asegurar la oportuna amortización de los bonos. Así pues, esta institución ha cerrado una importante brecha en la falta de las garantías gubernamentales necesarias para introducir los MBS (Hipotecas respaldadas por activos) en los mercados secundarios. A pesar de esto, a partir de 2009, la SHF tiene prohibido por ley financiar a los intermediarios financieros (Tovar 2007:5).

La titularización puede aportar grandes beneficios al consolidar el desarrollo de los mercados financieros locales y mejorar su capacidad de ajuste ante choques adversos. Por estos motivos se han presentado argumentos a favor de promoverse y desarrollarse una sólida infraestructura en la que pueda apoyarse esta actividad, pero al mismo tiempo, las consecuencias que ha traído en los mercados desarrollados como en la crisis de 2008 sirven de aviso sobre los riesgos que podría conllevar el proceso de titularización.

Además de la titularización, surge otro proceso denominado *internacionalización* del mercado de valores, el cual se acompaña de las innovaciones financieras que permiten una mayor integración entre los mercados internacionales de capital.

Así en 2001, Citigroup se convierte en la primera empresa extranjera que se inscribe en la bolsa mexicana, esto daría pie a que otras empresas consideraran entrar al mercado de valores mexicano. En ese mismo año, se incorporan los Certificados Bursátiles al mercado como instrumento de deuda y se realiza una nueva reforma a la Ley del Mercado de Valores, en la cual se considera la desmutualización³¹ de la BMV.

³¹ Es el proceso donde las Bolsas de Valores se convierten de entidades no lucrativas administradas por sus miembros, a empresas (sociedades anónimas) con fines de lucro y controladas por accionistas.

Las innovaciones financieras han sido una constante y un elemento fundamental desde el inicio del siglo XXI. Tan sólo hacia mediados de la primera década del nuevo siglo, suceden importantes acontecimientos para la BMV que han ayudado a atraer una mayor cantidad de ahorro financiero y que ha ayudado igualmente a incrementar la liquidez en el mercado de capitales. Por ejemplo, el lanzamiento de la plataforma electrónica SiBolsa que proporciona información bursátil y financiera en tiempo real. En 2006 se listan cuatro Trac's (Títulos Referenciados a Acciones)³², operación que situó a la BMV en primer lugar en Latinoamérica con el mayor número de ETFs listados. Dos años después, la bolsa cambia de razón social a Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. y se hace la primera oferta pública para que sus acciones puedan negociarse en el mercado de valores.

No obstante, es preciso notar los cambios de otras instituciones financieras que obtienen la mayor parte de su financiamiento en el mercado de capitales. Tal era el caso de las SOFOLES, que sufren algunas modificaciones derivadas de las reformas del 2006. Ese año se crea la figura de la SOFOM (Sociedad Financiera de Objeto Múltiple), las cuales pueden ser reguladas (ER) o no reguladas (ENR) y cuyo objeto principal es el otorgamiento de todo tipo de crédito, arrendamiento y factoraje financiero. Las SOFOLES dejaron de existir en el 2013, siendo este el plazo máximo para su proceso de transformación en SOFOMES. Por otra parte, la AMSFOL modificó sus estatutos y evolucionó a la denominada Asociación Mexicana de Entidades Financieras Especializadas (AMFE), para agrupar a SOFOMES, Arrendadoras y Empresas de Factoraje, entre otros intermediarios financieros especializados.

El panorama económico, tanto nacional como internacional, se complicó ampliamente a raíz de la crisis financiera. En el mes de octubre de 2008, la BMV tuvo la peor caída en el IPC luego de que se diera a conocer la crisis crediticia en Estados Unidos. Su inicio estuvo vinculado a problemas del sector inmobiliario estadounidense, en específico, a los créditos hipotecarios subprime. Desde

³² También conocidos como ETFs (Exchange Traded Funds), son certificados de participación que representan el monto de inversión sobre una canasta de activos financieros, conocido como subyacente.

mediados de 2007 se empezaba hacer eco de la crisis que había surgido dentro de los mercados financieros internacionales, cuando el banco estadounidense Bear Stearns impidió que los clientes retiraran dinero en efectivo de un hedge fund; pero esto sólo fue el inicio de una serie de sucesos del mercado hipotecario y financiero estadounidense, mismos que afectaron a los mercados financieros internacionales, sin ser el mexicano la excepción (Rojas y Navidad, 2009:1-2).

La transmisión de la crisis financiera hacia la economía mexicana operó básicamente a través de dos canales, uno real y otro financiero. Por el lado de la economía real, hubo una gran caída de la actividad económica mundial que se ha reflejado en una menor expansión de las exportaciones, en especial del petróleo. Además, los términos de intercambio se vieron deteriorados y la confianza de los inversionistas y consumidores se debilitó.

Por el lado financiero, propició la salida de una gran cantidad de capitales y la liquidación de posiciones cuantiosas por parte de inversionistas extranjeros en los mercados accionarios y de deuda, lo que propició en gran parte la depreciación del tipo de cambio, el desplome del mercado accionario y un incremento de los diferenciales de riesgo en las emisiones de bonos. Esto último resultó en una menor disponibilidad y mayor costo del financiamiento en los mercados internacionales, tanto para el gobierno como para bancos y empresas.

Así, ante el fuerte incremento de la volatilidad en el mercado cambiario durante la segunda mitad del 2008, la Comisión de Cambios adoptó varias medidas orientadas a reducir la volatilidad y restablecer un funcionamiento ordenado en ese mercado. Se puso en marcha la subasta diaria de dólares a un tipo de cambio mínimo y se llevaron a cabo subastas extraordinarias con el objetivo de atender necesidades vinculadas con las operaciones de derivados. Aunado a lo anterior, se anunció un acuerdo entre la Reserva Federal, el Banco Central de Brasil, el Banco de México y la Autoridad Monetaria de Singapur para establecer líneas de intercambio recíproco de monedas (swaps³³) a fin de asegurar condiciones adecuadas de liquidez en

³³ Es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de flujos de dinero en fechas futuras.

dólares. Este mecanismo le permite a México tener acceso a 30,000 millones de dólares de la Reserva Federal en caso de que lo requieran las condiciones de liquidez.

En general, el agitado entorno económico provocado por la caída de las bolsas en 2008 tuvo un efecto negativo en todo el mundo, pero el entorno macroeconómico de México antes de la crisis y su sistema financiero poco expuesto a los derivados financieros estadounidenses permitió que el impacto de la crisis no fuera tan fuerte. Incluso dos años después se firmó una alianza con la bolsa de derivados más grande del mundo, la Chicago Mercantile Exchange (CME).

Después de la crisis, los cambios más importantes que han surgido han sido la creación del mercado de capital de desarrollo como un nuevo segmento, en el que se colocan los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD) con los cuales se busca impulsar proyectos de infraestructura, empresariales y de capital privado. Junto con estos nuevos instrumentos financieros, las Fibras³⁴ han sido otro instrumento que han ido adquiriendo cada vez mayor terreno para impulsar el crecimiento en el sector inmobiliario. Estos instrumentos, tanto los CKD como las Fibras, están enfocados al financiamiento de actividades y proyectos que consumen recursos a un corto plazo y generan flujos en un largo plazo, por lo que ha intensificado en gran medida al mercado de capitales mexicano.

Además de la consolidación de las Fibras y los CKDs, los acontecimientos más relevantes en los últimos años tienen que ver con la firma del acuerdo con el que se unió al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)³⁵ en 2014.

³⁴ Las Fibras son administradas para su arrendamiento, con el derecho a recibir los ingresos provenientes de la renta de los activos. Con este tipo de instrumento, los inversionistas reciben pagos periódicos, que se obtienen de los arrendamientos y, a su vez, tienen la posibilidad de hacerse de ganancias del capital.

³⁵ Es la integración bursátil transnacional de las bolsas de valores de los mercados de Chile, Colombia, México y Perú, representada por la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa Mexicana de Valores y la Bolsa de Valores de Lima, con el propósito de crear un patrimonio único de los cuatro países.

Así mismo la reforma financiera de 2013 tuvo efectos importantes sobre el sistema financiero mexicano en general. La reforma ha tenido como objetivo estimular el otorgamiento de crédito, buscar proporcionar elementos de estímulos a la competencia en los sectores crediticios, bursátiles y de finanzas populares con la intención de ofrecer apertura a los mercados mexicanos y al mismo tiempo proporcionar control y regulación.

Para las instituciones de crédito, entre los cambios más relevantes destacan: disminución de 50% a 35% el límite de créditos respecto al capital, y los bancos tendrán que monitorear indicadores de liquidez que se fijarán en regulación secundaria (los indicadores establecidos en Basilea III) y la aplicación por parte de la CNBV de medidas preventivas y correctivas a la gestión de la liquidez (Deloitte, 2014:4).

Se amplían y robustecen las facultades de regulación y supervisión de la CNBV, así como para establecer normas relativas a controles internos y prevención de conflictos de interés. Por tanto, la CNBV tiene mayor injerencia en temas de capitalización, liquidez y otorgamiento de crédito, así como contar con un mayor control en las operaciones con partes relacionadas.

No obstante, dentro de los cambios para las instituciones financieras no bancarias (*Ibid.*:8-9), es posible observar que las SOFOMES son las que tuvieron mayor impacto, ya que esta figura, al ser no regular, dejaba de reportar información a las autoridades financieras. La nueva facultad que tienen las autoridades financieras (CNBV y Comisión Nacional para la Protección y la Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros (Condusef)) les permite solicitar información financiera y estadística a estas instituciones.

En lo que respecta a las sociedades de inversión, estas ven modificada su denominación a la de Fondos, por lo cual ahora se conocen como Fondos de Inversión, y se elimina la restricción en la adquisición exclusiva de inversionistas institucionales o calificadoras de valores, ampliando las opciones de inversión para el público inversionista en general.

Aunado a lo anterior, en el 2016, se aprobó la modificación de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles para resaltar el carácter institucional de todas las instancias que integran el proceso de inversión y emisión de valores, llamándose ahora Asociación Mexicana de Instituciones Bursátiles, A.C. (AMIB).

Todos estos cambios en la legislación, la creación de nuevos instrumentos y mercados financieros y la implementación de nuevas tecnologías han tratado de situar a la BMV y al mercado de capitales de México junto a los principales mercados financieros internacionales para atraer inversión e impulsar el crecimiento económico.

2.6 Conclusiones

En la primera mitad del siglo XX, el financiamiento estuvo dominado por una estructura bancaria especializada (sociedades financieras, aseguradoras, bancos comerciales, etc.). Esto cambió para los años setenta cuando aparecen legalmente los bancos múltiples en un contexto donde existía un mercado de capitales débil.

En los años ochenta se empezó a dinamizar el sector bursátil vía títulos gubernamentales, los cuales circularon hacia las instituciones de créditos y aparecieron una serie de nuevos instrumentos bursátiles, incrementando la actividad de las instituciones financieras no bancarias. Después con la llegada del TLCAN, el sistema financiero mexicano tuvo que adaptarse al funcionamiento de la estructura financiera estadounidense, con lo que aparecen nuevas entidades financieras e instituciones especializadas como las Sociedades Financieras de Inversión Limitadas (SOFOLES) que, junto a las SIEFORES (Sociedades de Inversiones de Fondos de Retiros) hicieron que los inversionistas institucionales adquirieran gran importancia.

La crisis financiera iniciada a finales de 1994 provocó cambios institucionales en el sistema financiero mexicano, entre los cuales destaca la extranjerización de la banca privada, la privatización del SAR, y la ampliación de la apertura comercial que terminó por acoplar la economía mexicana a la estadounidense.

En los últimos quince años ha sido una adaptación del mercado de capitales mexicano al entorno internacional como el desarrollo que ha tenido el mercado de derivados y los efectos que han tenido las innovaciones financieras tanto positivas como negativas en todo el mundo.

En conclusión, las medidas de desregulación y liberalización financiera, más que incrementar las fuentes alternativas de financiamiento, fue una adaptación del sistema financiero mexicano a las transformaciones mundiales, independientes de su eficiencia y funcionamiento.

Además, es importante destacar que, a pesar de las profundas transformaciones del sistema financiero mexicano, los bancos mantuvieron una posición de liderazgo durante la mayor parte del tiempo. Al comienzo su instrumento de presión fue el encaje legal, el cual posteriormente se reemplazó por la compra de títulos gubernamentales. Por ello, un elemento central a partir de los ochenta fue incrementar la libertad del sector privado y reforzar los mecanismos de mercado para promover el crecimiento económico. Se anularon las políticas de encaje legal y se buscó promover el mercado bursátil junto con las instituciones financieras no bancarias.

Como consecuencia de lo anterior se puede observar que en la década de los noventa e inicios del siglo XXI mejoraron de manera notable los indicadores macroeconómicos, especialmente el crecimiento del PIB y la penetración del capital extranjero, lo cual fue causado por la extranjerización de los bancos nacionales que atrajeron recursos financieros internacionales.

CAPÍTULO 3. IMPORTANCIA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU IMPACTO SOBRE EL MERCADO DE CAPITALES Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

3.1 Introducción

México, en la década de los noventa del siglo pasado, tuvo profundos cambios institucionales que se expresaron en la privatización de la economía y la liberalización comercial y financiera. Los resultados de estos cambios, analizados en el capítulo anterior, permitieron la apertura del mercado de capitales y atrajeron una entrada masiva de flujos de capital externo, modificando el funcionamiento del mercado de capitales.

La globalización financiera ha generado cambios en las relaciones de la economía mexicana con el resto del mundo, desplegando políticas cíclicas enfocadas en crear las condiciones necesarias para atraer capital externo. Aunque la cuenta financiera se abrió como resultado del déficit de la cuenta corriente, el volumen de entrada de capitales se ha independizado de las necesidades de financiamiento del déficit de la cuenta corriente. Ello creó una fuerte dependencia del sistema económico mexicano sobre los influjos de capital externo, enmarcado en un crecimiento económico moderado e incierto. Asimismo, el mercado financiero doméstico no ha logrado desarrollarse plenamente porque la inversión extranjera no utiliza los mecanismos domésticos para comerciar sus títulos o emitir nuevos bonos, ni para ampliar el sector de acumulación (bienes de capital).

La hipótesis presentada en este trabajo reconoce que en la medida que existe un mayor grado de profundización financiera, fundamentada por flujos de capital y crédito externo, mejores pueden ser los resultados en términos de crecimiento económico y bienestar. No obstante, también son mayores los riesgos que se enfrentan cuando dichos flujos no están respaldados por los mercados financieros internos, en el sentido de proveer financiamiento a las empresas de los sectores productivos.

Por ello, en este capítulo se analiza la importancia de los flujos de capital para México y cómo su presencia condicionó el comportamiento económico durante los

años 2000 al 2016. La inversión extranjera puede ser una fuente importante de recursos para una economía en desarrollo como México. Sin embargo, es necesario ver si realmente los flujos de capital han estado asociados a una formación vigorosa de capital. Cuando los flujos externos no se convierten en financiamiento para las empresas, la economía se vuelve vulnerable, lo cual puede inducir a crisis. Esto último sucede cuando dichos flujos sólo incrementan las deudas, principalmente las denominadas en moneda extranjera, sin generar crecimiento en la economía.

Por la baja canalización de recursos hacia la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF), se tiene un crecimiento muy reducido, con bajos niveles de productividad y especialmente muy bajos salarios. En estas condiciones, una crisis financiera puede tener consecuencias desastrosas sobre la economía, aunque se cuenten con buenos fundamentales macroeconómicos.

Este capítulo se organiza en cinco secciones además de esta introducción, donde se analizan las tendencias de los flujos de capitales y se estudian las implicaciones que tiene la entrada de capitales sobre la estructura productiva. En la primera sección, se discute la importancia y proporción que guardan los flujos de capital con respecto a los mercados de capitales y la economía.

En la segunda sección, se analiza la entrada de capitales externos con referencia a la profundización financiera, especialmente después de la crisis financiera de 2008, donde se ha renovado impulso a la entrada de flujos de capital hacia los países en desarrollo, sin realmente lograr un desarrollo pleno del mercado de capitales interno. En el tercer apartado, se estudia la relación de los flujos financieros externos con la economía y la inversión, destacando que los flujos que ingresan no se convirtieron en un complemento del ahorro interno.

La cuarta sección del capítulo aborda los motivos por los cuales la inversión extranjera es inestable, la forma en que los mercados internacionales de capital constituyen un canal de transmisión de los shocks externos a los mercados locales y las consecuencias que ellos puedan generar. En la última sección, se presentan las conclusiones del capítulo.

3.2 Importancia de los flujos de capital

Los cambios institucionales que sucedieron en los últimos treinta años en el sistema financiero mexicano, discutidos en el segundo capítulo, desregularon las instituciones financieras bancarias y no bancarias, y generaron la apertura del sistema financiero mexicano al mercado internacional. Sin embargo, estos cambios no han servido como impulso para el crecimiento económico, generando una fuerte dependencia sobre los inlfujos de capital externo, desplegándose con ello etapas de auge económico frenadas por recesiones como resultado de reflujos de capital externo.

En la literatura económica, los argumentos a favor de levantar las restricciones a los flujos de capital se consideran como un elemento central para sustentar un proceso de convergencia entre las economías desarrolladas y en desarrollo (Barro y Sala-i Martín, 1992:239-243). De esa manera, los beneficios de los flujos de capital externos son relevantes ya que:

- Mejoran la eficiencia en la asignación global de los recursos, ya que los rendimientos marginales de las inversiones son menores en los países ricos (debido a que son abundantes en capital) que en los pobres (los cuales son escasos en capital).
- Equilibra diferencias transitorias entre el producto y el gasto, es decir, permite distribuir en el tiempo el ajuste a cambios permanentes en los precios logrando estabilizar el consumo y la inversión.
- Aumenta el bienestar social a partir del aumento de posibilidades de elección de los individuos, los cuales pueden satisfacer sus preferencias de riesgo mediante una diversificación de sus activos.

Aunado a lo anterior, también se sostiene que la apertura de la cuenta financiera (llamada anteriormente cuenta de capital) previene manejos macroeconómicos internos irresponsables y promueve una buena administración en los fundamentos económicos (Tytell y Wei, 2004:5-6).

Sin embargo, la liberalización financiera y la apertura al mercado de capitales de las economías emergentes como la mexicana no sólo trajeron consigo flujos de inversión extranjera y mayor capacidad de financiamiento de proyectos de inversión, sino que también facilitaron la difusión de crisis financieras entre las economías desarrolladas y en desarrollo (Moguillansky, 2002:47).

En México, la inversión extranjera es una fuente importante de recursos, denominada en moneda extranjera, para la economía. Para entender el peso que tienen los flujos de capital sobre los mercados de capitales y la economía, se tienen que analizar los componentes de la balanza de pagos y, en específico, de la cuenta financiera³⁶. De acuerdo con la presentación que hace el Fondo Monetario Internacional (FMI), la cuenta financiera está dividida en cuatro partes: inversión directa, inversión de cartera o portafolio, derivados financieros y otras inversiones³⁷ (véase Cuadro 2 del Anexo).

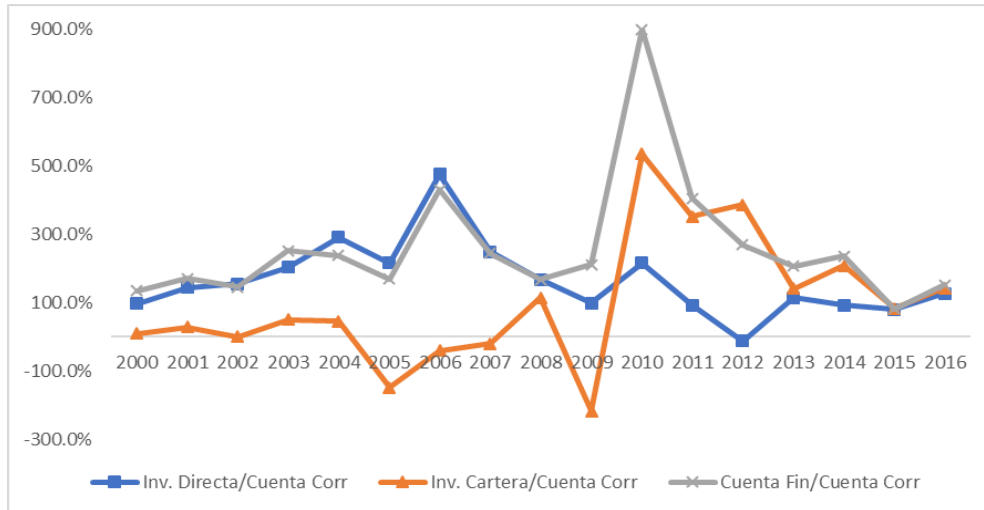
Esta sección se enfocará en discutir dos rubros de esta cuenta, que son la inversión directa y la inversión de cartera, ya que son las dos vías por donde ingresa la mayor cantidad de inversión externa. El objetivo es comprender la dependencia que guarda el mercado financiero doméstico con los flujos externos de capital.

De manera general, como se puede observar en la Gráfica 1, ha ingresado una cantidad de capitales externos totalmente desvinculados de las necesidades de financiamiento que se requiere para cubrir el déficit de la cuenta corriente, especialmente después de la GCF. La cuenta financiera, en promedio, fue 3 veces mayor que el déficit de la cuenta corriente, llegando a su punto máximo en 2010, cuando fue 9 veces mayor. Estos coeficientes han disminuido en los últimos años debido principalmente al incremento en el déficit de la cuenta corriente desde 2013 (Cuadro 1 del Anexo). Estos datos señalan que el ingreso de capitales externos ha estado desligado de la cuenta corriente y su financiamiento.

³⁶ En términos generales, registra la compra y venta de activos y pasivos financieros por los residentes de un país al resto del mundo.

³⁷ Se refiere a las variaciones de activos y pasivos financieros no contabilizadas como inversiones directas o de cartera, o como reservas. Está constituida, fundamentalmente, por las operaciones de préstamo y depósito, tanto entre particulares como con entidades de crédito.

Asimismo, se destaca que antes de la GCF la inversión directa es el concepto por el cual se recibía mayor influjo de capitales. Después de ese año, la inversión de cartera ha crecido e incluso superado el volumen de inversión directa.



Gráfica 1. Automatización del capital financiero

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

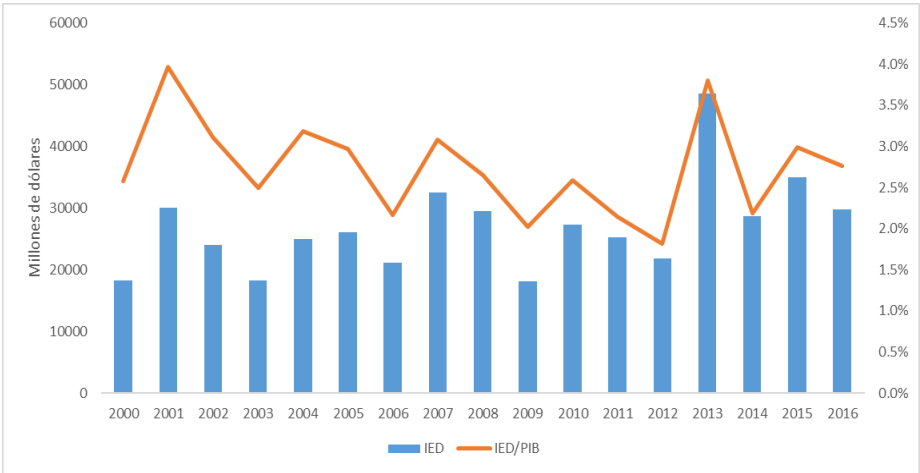
3.2.1 Inversión directa

La inversión extranjera directa (IED) muestra las inversiones realizadas con el fin de obtener una rentabilidad en un largo plazo, consiguiendo así una influencia significativa en la dirección de la empresa³⁸. De acuerdo con los estándares del FMI, se establece que el límite inferior del diez por ciento del derecho a voto para poder diferenciarla de una inversión de cartera, cuando una inversión es mayor a dicho límite se registra como inversión directa (FMI, 2009:120).

Con base en la evolución de la IED (véase Gráfica 2), se puede afirmar que a pesar de aumentar la entrada de capitales externos en promedio de casi 25 mmd durante el periodo 2000 a 2008 a poco más de 29 mmd entre 2009 y 2016, el porcentaje de la IED con respecto al PIB cayó de 3% a 2.5% en promedio para cada periodo

³⁸ La inversión extranjera directa, en la teoría, se divide en “greenfield” o “brownfield”, donde la primera engloba proyectos que se construyen desde cero, es decir, no existe una infraestructura previa; mientras la segunda son proyectos donde una empresa matriz invierte sobre una infraestructura que ya existía, aunque se encuentre inactiva en ese momento.

respectivamente. El año en que se recibió mayor cantidad de flujos externos por este concepto fue en 2013, que llegó a estar por encima de los 40 mil millones de dólares. En dicho año, se dio la adquisición de Grupo Modelo por parte de AB Inbev, por un monto de 20.1 millones de dólares. Ello indica que las fusiones y adquisiciones son una actividad importante en la entrada de recursos externos, lo cual ya ocurrió en 2001 con la compra de Banamex por parte de Citicorp.



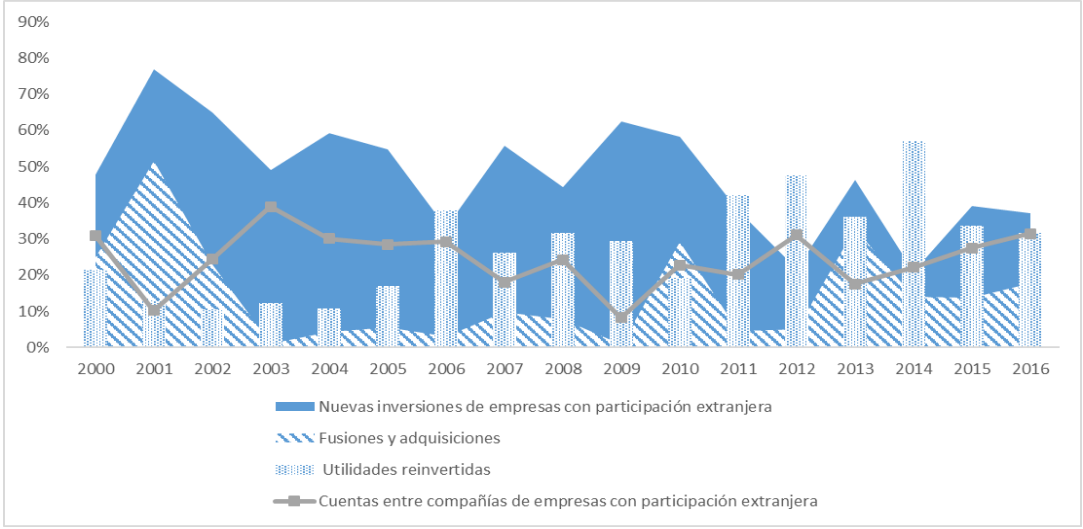
Gráfica 2. Pasivos inversión extranjera directa y como porcentaje del PIB

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Para entender mejor los cambios que ha tenido la inversión directa en el país se deben revisar los componentes de esta: nuevas inversiones de empresas con participación extranjera, utilidades reinvertidas y cuentas entre compañías con participación extranjera. El primer componente (nuevas inversiones) es importante porque muestra la entrada de recursos externos que se ve reflejada en nuevas inversiones en activo fijo y trabajo, pero también incluye el rubro de fusiones y adquisiciones³⁹ (F&S).

³⁹ Este tipo de transacciones se refieren a la compra o venta de acciones en circulación por una empresa o inversionista directo, adquiriendo una influencia significativa sobre otra empresa (del 10 al 50% del derecho a voto) o la propiedad de ésta (más del 50%) (OCDE, 2008:199).

Aun cuando los montos de nuevas inversiones de empresas con participación extranjera son significativos, han disminuido las nuevas inversiones dentro del país. En cuanto a la reinversión de utilidades⁴⁰, éstas han ido cobrando mayor relevancia con respecto al producto, conforme hay acercamiento a los años más recientes; mientras que las cuentas entre compañías⁴¹ han aumentado, pero en menor grado. Aunque es positivo evitar la fuga de capitales, el aumento del acervo de IED refleja una mayor dependencia con respecto a los inversionistas extranjeros (véase Cuadro 2 del Anexo) y, por ende, el margen de maniobra del gobierno es menor, en el sentido de que el poder de las empresas extranjeras va creciendo en la medida que crecen sus inversiones.



Gráfica 3. Componentes de la inversión extranjera directa

Fuente: Elaboración propia con datos del banco de México.

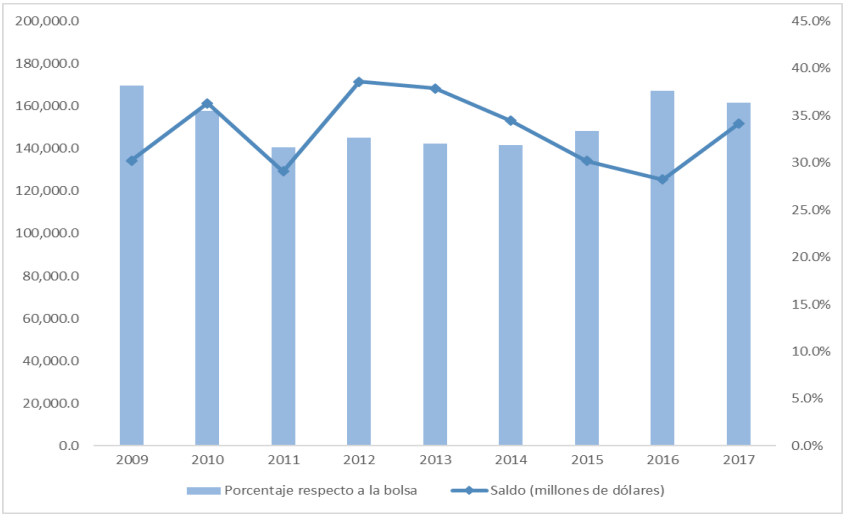
3.2.2 Inversión en cartera

La inversión en cartera⁴² se divide en tres componentes principales que son: acciones, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario.

⁴⁰ Esta corresponde a la parte de las utilidades de las empresas que no se distribuye como dividendos y que representa un aumento de los recursos de capital en propiedad del inversionista extranjero.
⁴¹ Corresponden a transacciones originadas por deudas entre sociedades mexicanas con IED en su capital social o con otras empresas relacionadas residentes en el exterior.
⁴² Registra las transacciones en títulos negociables que no están registrados en inversiones directas o activos de reserva (FMI, 2009:110).

Para poder entender la incidencia que tiene esta cuenta sobre el mercado de capitales, se resaltan las operaciones de dos mercados: accionario⁴³ y deuda. En ambos se puede ver que la participación de flujos extranjeros representa una tercera parte de la tenencia tanto de acciones como de deuda gubernamental.

Los flujos de capital extranjero dirigidos al mercado accionario mexicano representan alrededor de una tercera parte de la capitalización de la bolsa de valores (véase Gráfica 4), por lo que su participación es primordial y cualquier motivo que desaliente las expectativas para dejar de invertir en la economía mexicana puede representar una fuga de capitales que afectaría negativamente al mercado de valores. En la siguiente sección se presentarán los efectos que ha tenido estos flujos sobre la profundización financiera y el desarrollo del mercado de capitales.



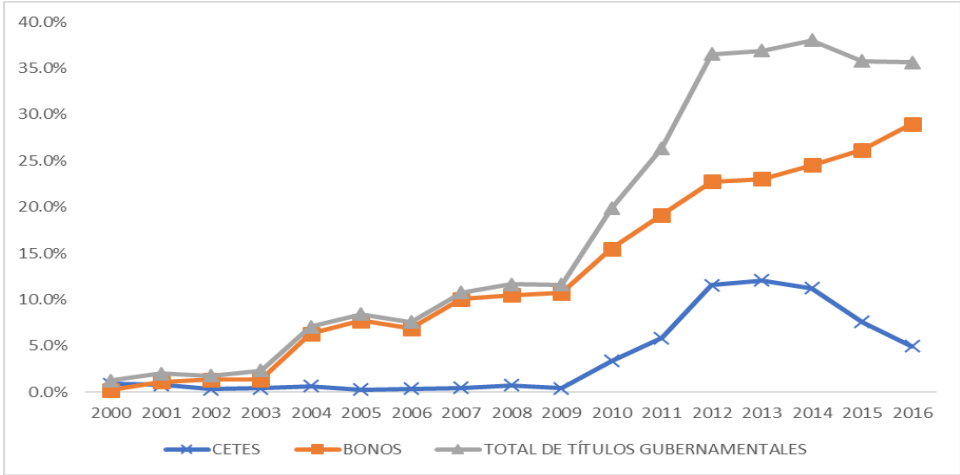
Gráfica 4. Inversión Extranjera en el mercado accionario

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y del WFE.

El mercado de deuda, especialmente la tenencia de valores gubernamentales por residentes extranjeros, se ha disparado después de la GCF. Después del 2012, la posesión de títulos gubernamentales por extranjeros representa más del 35% del

⁴³ Cabe aclarar que dentro del mercado de valores se comercian tanto acciones como instrumentos de deuda, como son los certificados bursátiles, bonos estructurados, obligaciones, entre otros.

total en circulación (Gráfica 5). Los bonos gubernamentales⁴⁴ acaparan la atención de estos inversionistas, con una tendencia ascendente, que se ha mantenido desde 2009. Estos representan el 29% de los títulos gubernamentales totales en circulación para el 2016, un incremento significativo si se compara con el 1% que se encontraba en 2001.

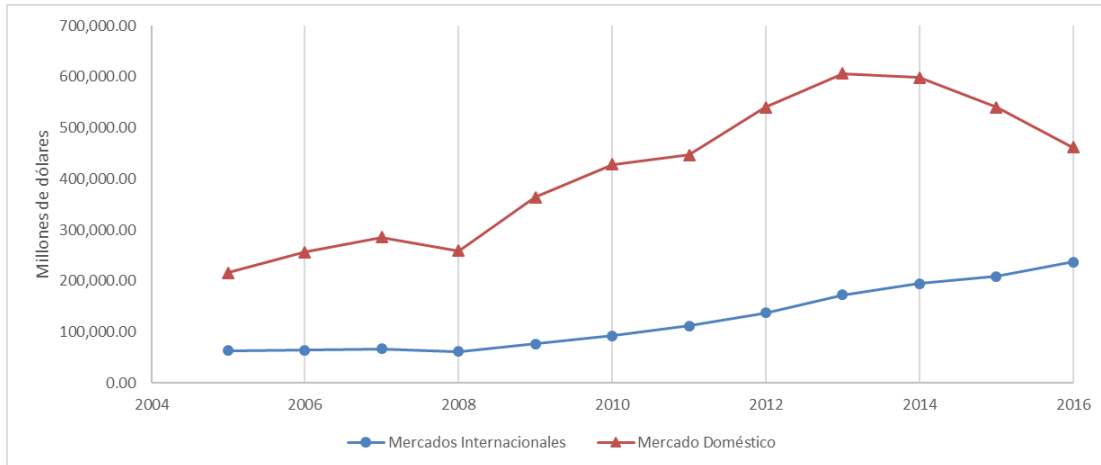


Gráfica 5. Porcentaje de los títulos gubernamentales en circulación, en poder de residentes en el extranjero

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Por otra parte, en los mercados internacionales han aumentado en gran magnitud los bonos en circulación emitidos tanto por el gobierno como por empresas privadas residentes en México. Tan sólo el crecimiento que han tenido los bonos en circulación en el mercado internacional del 2009 a 2016 ha sido mayor al 200%, a diferencia de un 27% presente en el mercado nacional. Cabe destacar que, en términos de magnitud (total de bonos en circulación), el mercado nacional es dos veces mayor que el internacional (Gráfica 6).

⁴⁴ Es instrumento emitido por el gobierno que realiza pagos específicos al tenedor del bono a lo largo de un periodo específico. Tienen una duración de 3, 5, 10, 20 o 30 años, por lo que son instrumentos de largo plazo.



Gráfica 6. Total de bonos en circulación, emitidos por residentes en México, en el mercado doméstico e internacional.

Fuente: Elaboración propia con datos del BIS.

Como se ha visto, los flujos externos de capital tienen un peso significativo sobre la economía y, sobre todo, en el mercado de capitales en México. Sin embargo, desde la apertura financiera se empieza a observar un aumento de la fragilidad financiera interna y externa, con grandes cantidades de capitales que provocan un sobreendeudamiento, especialmente del sector privado. Por tanto, en la siguiente sección se presenta cómo el aumento del ingreso de flujos ha generado una mayor profundización financiera, principalmente después de la GCF, pero sin generar un mayor desarrollo dentro del mercado de capitales doméstico.

3.3 Desarrollo del mercado de capitales

Después de la apertura financiera en México en los años noventa, el sistema financiero alcanzó importantes avances en el proceso de profundización financiera. No obstante, esto no se ha visto reflejado en un mayor desarrollo interno del mercado de capitales doméstico debido a la inestabilidad de los flujos de capital.

La principal manifestación de apertura tuvo lugar a través de la cuenta financiera, alcanzando una mayor profundización financiera después del estallido de la GCF (véase Cuadro 1). Esto ha sido resultado del exceso de liquidez derivado por las

políticas del Quantitative Easing⁴⁵ y de las brechas de tasas positivas para atraer el capital extranjero.

Cuadro 1. Profundización financiera

| Año | Profundización Financiera |
|-------------|----------------------------------|
| 2000 | 33.67% |
| 2001 | 37.45% |
| 2002 | 38.81% |
| 2003 | 41.45% |
| 2004 | 41.09% |
| 2005 | 44.02% |
| 2006 | 45.26% |
| 2007 | 45.98% |
| 2008 | 50.07% |
| 2009 | 54.18% |
| 2010 | 55.65% |
| 2011 | 59.08% |
| 2012 | 62.91% |
| 2013 | 66.75% |
| 2014 | 69.70% |
| 2015 | 68.84% |
| 2016 | 68.14% |

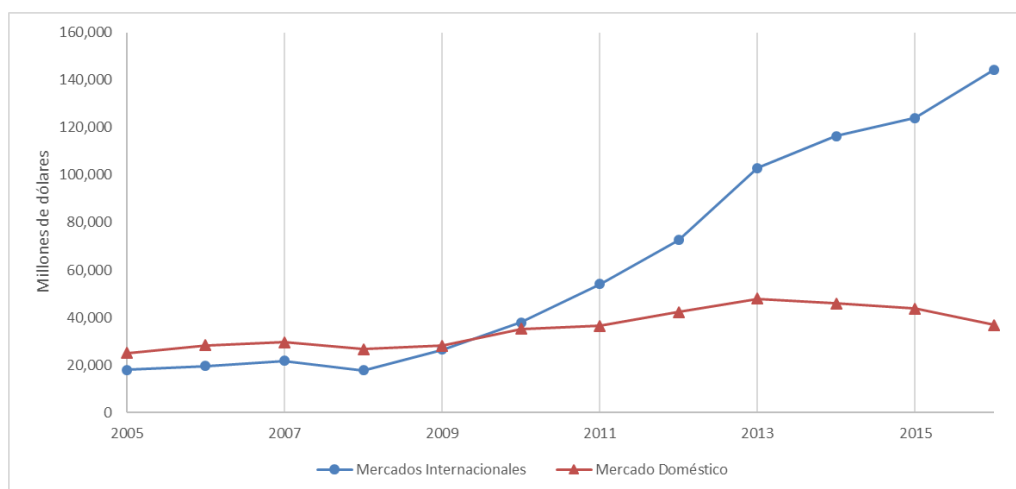
Elaboración propia con datos del Banco de México.

Después de la GCF, ante la reducción de las tasas de interés a casi cero en países desarrollados como Estados Unidos, se ha visto un renovado impulso a la entrada de capitales externos (véase Gráfica 1 y 5) en busca de mayores beneficios. Esto ha tenido como contraparte un aumento en los pasivos externos, en especial del sector privado (Gráfica 7), aunque con indicadores sustancialmente mejores, como un aumento de la deuda a largo plazo y a tasas fijas.

En ese sentido, las corporaciones no financieras se convirtieron en el principal emisor de valores en el mercado internacional de deuda debido a varios factores,

⁴⁵ Es una política monetaria no convencional en la que un banco central compra títulos del gobierno u otros valores del mercado a largo plazo para reducir las tasas de interés y aumentar la oferta monetaria; esto a través de inundar a las instituciones financieras con reservas con el objetivo de promover el aumento de los préstamos y la liquidez.

como son el incremento de la liquidez internacional, la caída en los rendimientos de los valores de países desarrollados, la apreciación del tipo de cambio y la evolución favorable de los precios de las materias primas como el petróleo. Los dos primeros factores impulsaron al lado de la demanda para invertir en títulos de deuda que ofrecieran mayores rendimientos, mientras que los dos últimos factores incentivaron al lado de la oferta para buscar financiamiento por esta vía (Caldentey, 2017:160-161).



Gráfica 7. Bonos en circulación, emitidos por empresas no financieras residentes en México, en el mercado doméstico e internacional.

Fuente: Elaboración propia con datos del BIS.

Este nuevo proceso de financiamiento ha provocado inquietud por los compromisos financieros que genera y por los efectos en la estructura productiva, los cuales pueden llegar a ser un condicionante en la etapa de reversión de dichos flujos. El suceso conocido como “taper tantrum”⁴⁶ es un ejemplo de los efectos de las súbitas reversiones de flujos de capitales sobre la estabilidad financiera en México.⁴⁷

⁴⁶ Es el pánico resultante de llevar a cabo la política de “tapering”, la cual consiste en reducir lentamente la cantidad de dinero que la Reserva Federal pone en la economía por medio de reducir la compra de bonos de deuda pública de una manera progresiva para evitar un impacto fuerte. En otras palabras, va reduciendo de manera progresiva los estímulos económicos que había puesto previamente.

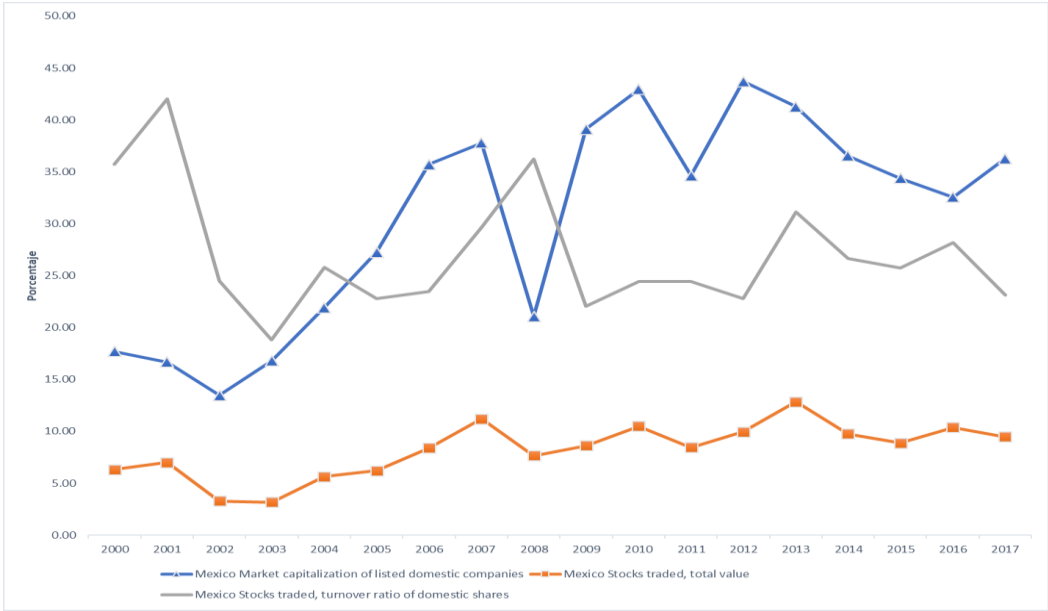
⁴⁷ Para más información sobre el efecto del “taper tantrum”, se puede revisar (Estrada, Park y Rayamandi, 2016).

El incremento en la entrada de flujos de capital externo ha generado un aumento en el ahorro nacional y, con ello, una mayor profundización financiera. A pesar de esto, no se ha visto en un pleno desarrollo del mercado de capitales doméstico, lo cual se puede distinguir a partir de 3 indicadores financieros que ayudan a medir el tamaño, liquidez y volumen del mercado interno de capitales. Estos tres indicadores son:

- Capitalización de mercado de las empresas listadas (% PIB): Nos ayuda a medir el tamaño del mercado accionario como porcentaje del PIB. Aunque un mercado grande no implica necesariamente que sea más eficiente y los impuestos pueden distorsionar los incentivos para listarse en la bolsa, este es un buen indicio sobre el tamaño del mercado.
- Índice de rotación de las acciones nacionales (Turnover ratio): Es el valor de los títulos locales negociados en el mercado local como porcentaje de la capitalización de mercado de las empresas listadas. Este ratio mide el volumen negociado de las acciones locales relativamente al tamaño del mercado. Generalmente un índice de rotación elevado está asociado con menores costos de transacción.
- Valor total de las acciones negociadas (% PIB): Representa el valor de los títulos locales negociados en el mercado local dividido por el PIB. Este indicador captura el volumen negociado de las acciones relativamente al tamaño de la economía.

En la Gráfica 8, se puede ver que el mercado de capitales nacional no ha tenido mayor dinamismo, a pesar de que el tamaño del mercado parece haber crecido desde el inicio de la década de los 2000 debido al incremento en la capitalización de la Bolsa. El índice de rotación, así como el valor total de los títulos negociados como porcentaje del PIB, no ha tenido un incremento significativo durante el periodo de estudio. El punto más alto del índice tuvo lugar en los primeros años del siglo XXI, lo cual puede contrastarse con el periodo después de la GCF, donde dicho índice tiene una tendencia descendente aún con la entrada de flujos hacia el país,

lo que indica que no ha crecido ni la liquidez ni el volumen negociado dentro del mercado.



Gráfica 8. Indicadores del mercado accionario

Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

Otra manera de observar el bajo dinamismo del mercado de capitales mexicano es con la pequeña cantidad de empresas que se enlistan en la Bolsa de Valores a través de una oferta pública inicial. En el Cuadro 3 del Anexo, se resumen las emisiones realizadas dentro del mercado de valores, ya sea por medio de emisiones accionarias, obligaciones, Fibras o certificados de capital de desarrollo, desde 2011.

El financiamiento a través de la Bolsa de Valores no se ha visto incrementado en los últimos años. Los títulos de deuda emitidos en este mercado no han mostrado ningún crecimiento (incluso presentan una ligera caída en el número de emisiones y en su monto), a pesar de ser la principal fuente de financiamiento en este mercado. Además, es de resaltar las pocas emisiones tanto primarias como subsecuentes que se hacen cada año, lo que permite ver que es sumamente reducido el financiamiento por medio del mercado accionario.

Esta situación puede indicar que el incremento del ahorro financiero ha estado separado del financiamiento de la producción y de la inversión. Por ello, falta revisar el impacto que ha tenido el aumento de la entrada de flujos de capital sobre el crecimiento económico, además de las implicaciones que esto ha conllevado.

3.4 Impacto sobre el crecimiento económico

El desempeño de la economía mexicana tiene varios aspectos que han mejorado desde los años noventa que deben resaltarse, como son un progreso notorio en la reducción de la inflación, una significativa mejora de los balances fiscales y un fuerte crecimiento de las exportaciones. No obstante, cabe mencionar que se ha presentado un reducido crecimiento económico promedio del PIB, una inversión productiva baja y una alta volatilidad de la actividad económica asociada a cambios en los flujos de capital.

La relación de tales flujos con el crecimiento económico ha sido heterogénea: los flujos de capital no han estado asociados en todo momento a una formación vigorosa de capital ni a un crecimiento sostenido del producto. Por ello, se analizará el alcance que tienen los capitales externos sobre la economía mexicana a través de la inversión.

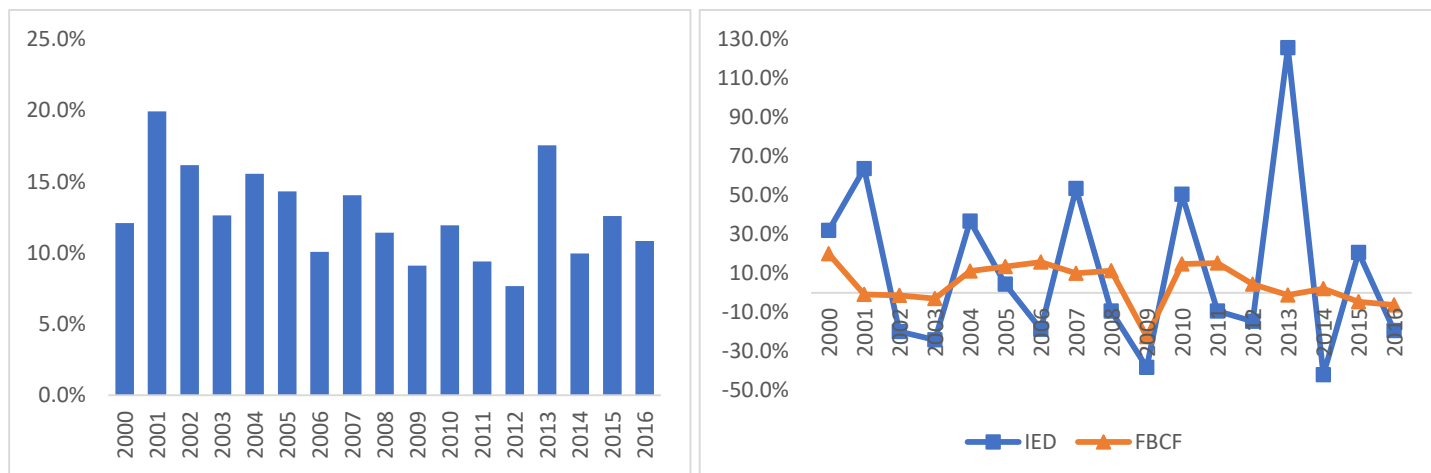
Como ya se mencionó en la primera sección, en la literatura tradicional se argumenta la apertura de la cuenta financiera para incrementar el financiamiento externo y así mejorar la asignación de recursos a través de la canalización del ahorro hacia inversiones más productivas. Para que lo anterior suceda, deben cumplirse ciertas condiciones.

En primer lugar, el flujo de capitales debe complementar el ahorro interno (no sustituirlo) e incrementar la inversión productiva y, de esa manera, generar una expansión económica, una progresiva eliminación de la deuda externa y la transformación del país en uno que es exportador de capital (French-Davis, 2005:3). En segundo lugar, el país debe invertir intensivamente en bienes y servicios transables, con el fin de generar superávit comercial lo suficientemente grande

como para aumentar el ahorro interno y poder transformar parte de ello en divisas para cubrir los compromisos externos.

El problema es que estos flujos que ingresan no son constantes y no logran ser un complemento del ahorro interno por su volatilidad, lo que implica que dichos flujos no puedan ser canalizados a la inversión productiva. Así para México, la entrada de capitales parece preceder ligeramente al aumento en la inversión bruta fija, como porcentaje del PIB (Bortz, 2017:300). Como se puede observar en la Gráfica 9a, la proporción de la IED con respecto a la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) varía poco.

Sin embargo, la volatilidad de la IED es mayor con respecto al de la FBCF. Obsérvese el coeficiente de desvío del 44.2% del primer indicador, comparado con un 10.8% del segundo (Gráfica 9b). La inversión parece haber mantenido cierta resistencia incluso ante la volatilidad de los flujos de capitales en el período inmediatamente anterior y posterior a la crisis de 2008.



Gráfica 9a IED como porcentaje de la FBCF Gráfica 9b Tasa de crecimiento de la IED y FBCF

Fuente: Elaboración propia con datos de la UNCTAD.

Si se hace una revisión de la composición de la demanda y oferta (véase Cuadro 3), se encontrará, en primer lugar, un reducido crecimiento del PIB que llega a disminuir todavía más para el periodo subsecuente a la crisis. Por otro lado, se

destaca que la inversión pública ha tenido un fuerte retroceso en la segunda década de los 2000 de 4.1%, mientras la inversión privada ha crecido en ese mismo periodo, pero en una proporción menor, por lo que no ha sido suficiente para compensar la caída en la inversión pública. Dentro de los indicadores que presentan una mejoría para el periodo después de la crisis se encuentran las exportaciones y la inflación. Con respecto a las exportaciones, éstas incrementaron ligeramente en mayor proporción que las importaciones. En cuanto a la inflación, ésta ha logrado mantenerse, en promedio, muy cercana al objetivo del Banco Central.

Cuadro 2.Tasa media anual geométrica

| Periodo | PIB | Importaciones | Exportaciones | Gasto Interno | Consumo Total | Consumo privado | Consumo público | FBKF | Privada | Pública | INPC |
|------------------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|------|---------|---------|------|
| 2000-2016 | 3.0% | 5.3% | 5.3% | 3.2% | 3.3% | 3.1% | 4.3% | 3.0% | 2.9% | 3.5% | 4.1% |
| 2000-2008 | 3.6% | 4.6% | 4.3% | 3.8% | 3.8% | 3.6% | 4.7% | 3.9% | 2.1% | 11.8% | 4.6% |
| 2009-2016 | 2.3% | 6.0% | 6.4% | 2.5% | 2.8% | 2.6% | 3.8% | 2.2% | 3.7% | -4.1% | 3.6% |

Elaboración propia con datos del Banco de México.

Estos datos indican que la desvinculación entre el ahorro financiero y la inversión se explica señalando que el motor del crecimiento económico fueron las exportaciones que, debido a la dependencia de los flujos externos, impidieron desplegar políticas fiscales y monetarias anticíclicas. Estas políticas, contrariamente a lo que debería ser, asumen un carácter cíclico que ayudan a garantizar la valorización del capital financiero, además de que generan fuertes incrementos en la deuda pública, la cual ha estado desvinculada del gasto de capital público.

Por tales motivos, la apertura del sistema financiero al mercado internacional no amplió las fuentes alternativas de financiamiento y muestra que la debilidad de la globalización financiera ha sido la inestabilidad de los flujos de capital. En la

siguiente y última sección se buscará mostrar cómo los mercados internacionales de capital constituyen un canal de transmisión de los shocks externos a los mercados locales, así como la vulnerabilidad que ellos pueden generar.

3.5 Inestabilidad de los flujos de capital y sus consecuencias

Una de las razones de quienes presentan una postura a favor de la apertura financiera es que ésta promueve un mejor control de los fundamentos macroeconómicos. Sin embargo, esto sólo ha sido cierto en lo que se refiere a las fuentes internas de inestabilidad como son el déficit fiscal y la inflación (French-Davis, 2005:8), ya que, en cuanto a las fuentes externas, los mercados financieros internacionales se han distinguido por una alta volatilidad que vuelve ineficiente este tipo de control durante los periodos de alta liquidez internacional.

Al tener mayor apertura en el mercado de capitales, la economía se ve inmersa en dos escenarios posibles: la promoción de políticas expansivas en épocas de optimismo o la sobrereacción de los mercados financieros ante perspectivas negativas:

“Las políticas permisivas respecto de la demanda o la sobrevaluación del tipo de cambio tienden a ser promovidas por los mercados financieros durante periodos de auge (o de optimismo de los agentes financieros), y suelen castigar en extremo, durante las crisis, obligando a las autoridades a adoptar políticas de contracción excesivas.” (French-Davis, 2005:8).

Además, dicha apertura puede llevar a economías en desarrollo, como México, a importar inestabilidad financiera, con flujos de capitales que conduzcan al deterioro de los fundamentales macroeconómicos. Por tanto, la globalización financiera ha permitido controlar las fuentes internas de inestabilidad, aunque esto constituya el origen de la inestabilidad externa.

La globalización financiera y la apertura económica han llevado a la economía mexicana a incrementar su dependencia con respecto al sector externo. Tomando en cuenta que México es un país que tiene un déficit en su cuenta corriente (Cuadro

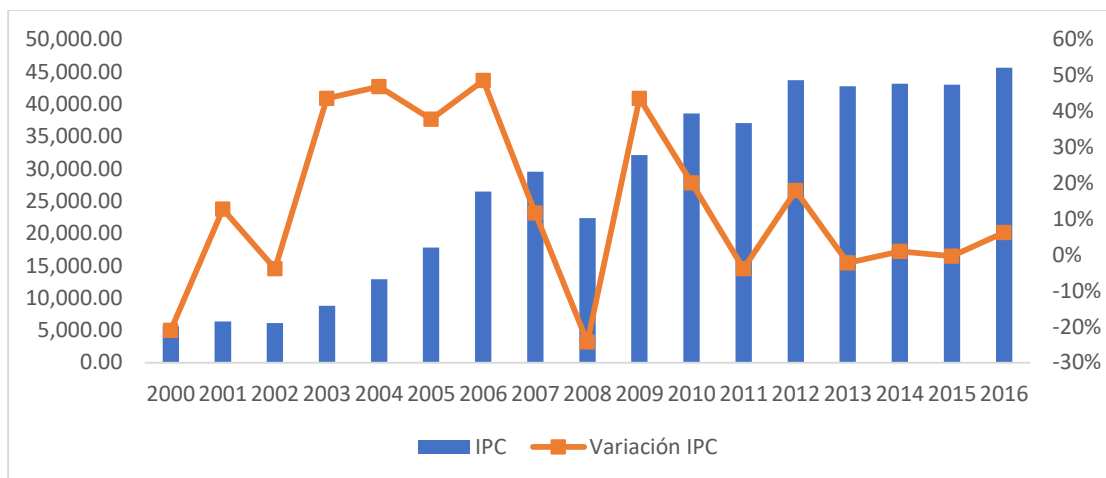
2 del Anexo), se ve forzado a ofrecer una tasa de interés superior a la de los países desarrollados y a aceptar las demandas del capital internacional (como una inflación baja y no restringir la movilidad de capitales) para mantenerse como destino favorito de los flujos de capital externo.

Sin embargo, altas tasas de interés implican mayores costos crediticios en moneda nacional a empresas nacionales que no tienen acceso al mercado internacional. Asimismo, las entradas de capitales promovidas para cubrir el déficit en cuenta corriente tienden a apreciar el tipo de cambio y a aumentar el precio de los activos financieros (French-Davis, 2005:11).

La variación de los precios se puede apreciar en la Gráfica 10, donde se puede observar cómo han sido las fluctuaciones del IPC desde el año 2000, las cuales presentan las caídas más fuertes en 2000 y 2008, dos años caracterizados por la burbuja *puntocom* y la *Gran Crisis Financiera*, respectivamente. Durante épocas de inestabilidad (como los eventos antes mencionados), los inversionistas deshacen sus posiciones en países en desarrollo tales como México, lo que promueve la fuga de capitales hacia economías con monedas más “seguras”. En el caso de la región, el destino de estos capitales suele ser Estados Unidos y, la moneda de refugio, el dólar.

Tal fue el caso de México que tuvo grandes entradas de capital después de la crisis por el diferencial de tasas de interés que tenía con Estados Unidos. Esta situación cambió cuando se dio el anuncio de que la FED iniciaría la normalización de su política monetaria en 2014, proceso conocido como *tapering*, provocando una salida de capitales hacia Estados Unidos y una fuerte depreciación del peso mexicano⁴⁸.

⁴⁸ Debe considerarse que esta depreciación del peso tuvo otros factores, tanto políticos como económicos que afectaron las expectativas de los inversionistas. Como ejemplo, pueden mencionarse las elecciones en Estados Unidos.



Gráfica 10. Comportamiento anual del IPC y su variación

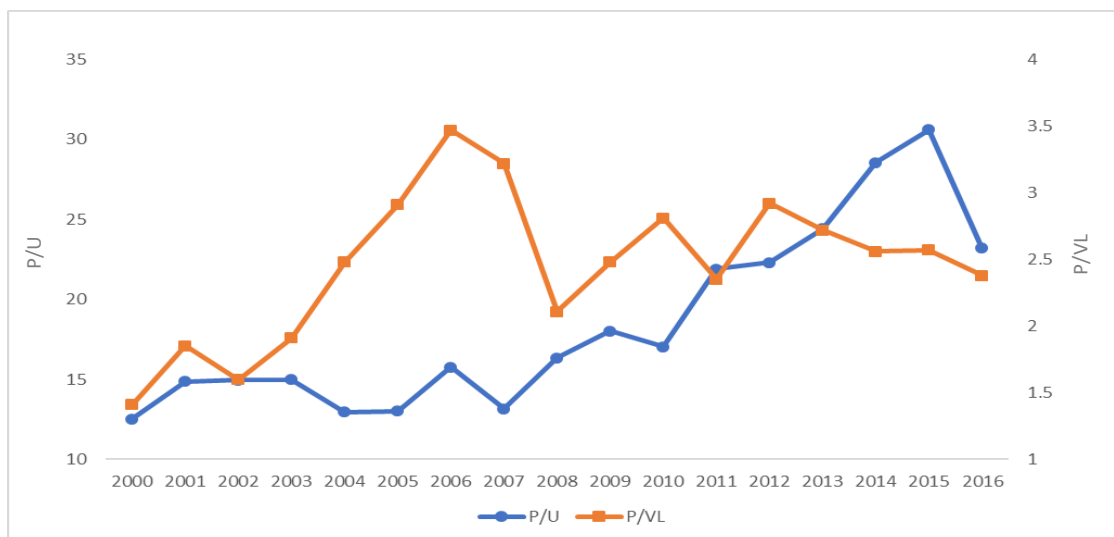
Fuente: Boletín Anual de la AMIB.

El efecto de este último evento sobre el mercado de valores también se puede ver en el Gráfico 11, donde se presenta la evolución de dos múltiplos: precio sobre utilidades (P/U)⁴⁹ y precio sobre valor en libros (P/VL)⁵⁰. En el caso del primero, se mantiene estable desde el año 2000 y hasta el inicio de la GCF; después, para el año 2015, este ratio aumenta hasta alcanzar más del doble del nivel que tenía en 2007. Es justamente en el año 2015 en el que este ratio experimenta un cambio en su tendencia alcista, explicado principalmente por el anuncio previo de la FED sobre la normalización de su política monetaria.

El segundo múltiplo ilustra un comportamiento similar a las variaciones del IPC, lo cual muestra que los cambios del ratio P/VL se deben principalmente a los movimientos de los precios. Esto lleva a la idea de que la entrada de flujos externos impacta en los precios del mercado de valores sin tener una verdadera repercusión sobre el patrimonio de las empresas que conforman el mercado bursátil mexicano.

⁴⁹ El P/U es el precio promedio de las acciones que componen el índice del IPC, dividido entre sus respectivas utilidades promedio (en los últimos doce meses).

⁵⁰ El P/VL es el precio promedio de las acciones que componen el índice del IPC, entre sus respectivos valores en libros (valor contable) promedio (en los últimos doce meses).



Gráfica 11. Precio/Utilidades y Precio/Valor en libros del IPC

Fuente: Bloomberg.

En resumen, si bien tener más deuda denominada en moneda nacional resulta beneficioso, no implica que un país se vea librado de la posibilidad de enfrentar intensos choques de liquidez en moneda extranjera, con eventuales repercusiones sobre la capacidad de refinanciamiento de la deuda soberana y la estabilidad financiera del sector privado.

3.6 Conclusiones

La característica central del modelo económico actual, el cual se centra en la globalización y financiarización es la libre movilidad de capitales bajo la forma de inversión extranjera, la cual ha ido acompañada por desequilibrios estructurales en las cuentas externas y mercados de capitales internos reducidos.

Los flujos externos de capital tienen un peso significativo sobre la economía y en el mercado de capitales de México. Aunque la cuenta financiera se abrió como resultado del déficit de la cuenta corriente, han ingresado una cantidad de capitales externos totalmente desvinculados de las necesidades de financiamiento que se requiere para cubrir dicho déficit.

Desde que inició la apertura financiera y comercial en México, el sistema financiero alcanzó un mayor grado de profundización financiera, pero no aumentó su dinamismo ni se fortaleció el sector productivo. Específicamente, después de la crisis financiera de 2008 se registró un nuevo impulso a la entrada de capitales externos hacia México, que ha tenido como contrapartida un aumento en los pasivos externos, en especial del sector privado sin lograr un mercado de capitales más robusto y dinámico. Este aumento de la deuda y liquidez financiera ha crecido con el Quantitative Easing, desviándose esta liquidez hacia los mercados financieros en busca de mayores rendimientos.

No obstante, el mercado de capitales interno no ha logrado desarrollarse plenamente debido a que está dominado por flujos internacionales que son inestables y no están ligados al financiamiento del crecimiento. El crecimiento de los flujos financieros no ha estado ligado a las fluctuaciones del PIB ni a la formación de los activos fijos productivos. La globalización financiera ha tenido como consecuencia un crecimiento económico moderado e incierto. A pesar de que ha crecido el acceso a la liquidez, no se han generado procesos de crecimiento sostenidos y prolongados.

Desde la perspectiva ortodoxa, se toma en consideración la apertura de la cuenta financiera para incrementar el financiamiento externo, aumentar los ahorros y canalizarlos hacia inversiones más productivas. Sin embargo, desde comienzos de esa apertura, se empieza a observar un repentino aumento de la fragilidad financiera interna y externa en México, con ingentes cantidades de capitales que provocan un endeudamiento masivo, sobre todo del sector privado.

En otras palabras, en lugar de que la movilización de los ahorros externos de países desarrollados hacia países en desarrollo esté actuando como complemento del ahorro interno, incrementando la inversión, lo que se ha generado es un entorno macroeconómico poco accesible para el desarrollo productivo. Por todo lo anterior, la inestabilidad de los flujos de capital ha sido la debilidad de la globalización financiera.

4. CONCLUSIONES GENERALES

Los mercados financieros tienen un papel importante en la economía mundial, lo cual afecta a economías desarrolladas y en desarrollo. Este trabajo tuvo como objetivo analizar teóricamente el funcionamiento del mercado de capitales, estudiar sus principales cambios institucionales y analizar estadísticamente al mercado de capitales en México. Se buscó probar que después del estallido de la GCF se alcanzó el mayor grado de profundización financiera, sin que esto implicara que el mercado de capitales mexicano respondiera a las necesidades de los sectores domésticos de la economía mexicana para poder generar procesos de crecimiento sostenidos y prolongados. Asimismo, no se ha logrado desarrollar plenamente el mercado de capitales interno debido a que está dominado por flujos internacionales que no están ligados al financiamiento de la actividad productiva.

La teoría ortodoxa, que apoya la apertura financiera y la desregulación de los mercados financieros con el objetivo de mejorar la distribución de los recursos, la administración del riesgo y promover un crecimiento económico acelerado, no ha podido brindar respuestas a estos problemas. En su lugar, las teorías heterodoxas (Preferencia por la Liquidez, Hipótesis de la Inestabilidad Financiera e Inflación Financiera), que contradicen el funcionamiento del mercado de capitales visto por la teoría ortodoxa, lograron explicar mejor los mecanismos por los cuales se generan perturbaciones en los mercados de capitales. Estas teorías destacan el rol dominante de las finanzas dentro del sistema capitalista y consideran que, si bien ayudan en el crecimiento económico, también generan inestabilidad a todo el sistema, provocando desincentivos hacia la actividad productiva por parte de las empresas.

La influencia cada vez mayor de los mercados financieros en la economía mundial y el progresivo desacoplamiento entre el sector real y financiero son dos de los rasgos distintivos del desarrollo capitalista desde la década de 1970. El análisis de este fenómeno en México cobró mayor relevancia en la década de 1980 a raíz de la desregulación y liberalización financiera. Estos dos procesos, más que incrementar las fuentes alternativas de financiamiento, fueron una adaptación del

sistema financiero mexicano a las transformaciones mundiales, independientemente de la eficiencia y el funcionamiento de las nuevas instituciones.

La desregulación y, particularmente, la globalización financiera, dinamizaron el mercado de valores, pero de manera inestable. En consecuencia, pese a que se incrementó la capitalización del mercado de valores, no pudo construirse un mercado profundo y robusto, convirtiéndose en un espacio poco funcional para el financiamiento del crecimiento económico.

En este contexto, durante el periodo 2000 a 2016 aumentó el ahorro financiero en México. Gran parte del incremento en el ahorro financiero se ha debido a los flujos de capital externo, los cuales no lograron que este ahorro se canalizara de manera permanente al sector productivo, generándose estructuras financieras altamente volátiles. A pesar de lo anterior, se puede observar que entre 2000 y 2016 hubo un progreso notorio en la reducción de la inflación, un fuerte crecimiento de las exportaciones y una significativa mejora tanto de los balances fiscales como de la penetración del capital extranjero.

Por lo anterior, es posible concluir que la hipótesis presentada al inicio de este trabajo es verdadera. La desregulación y la globalización han profundizado al mercado de capitales y ese mayor grado de profundización financiera se alcanzó después del estallido de la crisis financiera de 2008. Esto ha sido resultado del exceso de liquidez derivado por las políticas de Quantitative Easing junto con brechas de tasas positivas para atraer el capital extranjero. Sin embargo, aun con el mayor grado de profundización financiera, el mercado de capitales mexicano no responde a las necesidades de los sectores domésticos de la economía mexicana, no se han podido generar procesos de crecimiento sostenidos y prolongados, así como tampoco se ha logrado desarrollar plenamente el mercado de capitales interno debido a que está dominado por flujos internacionales que no están ligados al financiamiento de la actividad productiva.

La inversión extranjera no ha tenido un impacto en el crecimiento porque sólo ha sustituido inversiones locales, como en el sector financiero, en donde la mayor parte de las instituciones financieras que antes eran de capital nacional ahora son de

capital extranjero. Si la inversión extranjera sustituye inversiones sólo se presenta una transferencia de propiedad y no existe una acumulación de capital como tal.

México ha destinado sus esfuerzos en apuntalar el crecimiento económico a través de las inversiones externas. Muchas de las reformas que se hicieron a finales de los 80' e inicios de los 90' fueron con el objetivo principal de atraer empresas trasnacionales e inversiones al país. Sí hubo un incremento importante de la inversión extranjera. No obstante, sus efectos en el crecimiento del PIB no se han visto, por tanto, deben existir otros motores que ayuden a impulsar la economía, como lo fue en su momento la inversión pública. Se debería fomentar la inversión en industrias locales para dinamizar el mercado interno y, de esta forma, crear otros mecanismos que impulsen la economía.

ANEXO

Cuadro 1. Balanza de pagos, con énfasis en la cuenta financiera

Cuadro 2. Balanza de Pagos, con énfasis en la Balanza Financiera

| México | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| BALANCE EN CUENTA CORRIENTE | -18,776.5 | -17,776.2 | -14,892.9 | -8,360.9 | -7,021.1 | -9,068.3 | -3,238.7 | -9,704.4 | -16,833.8 | -8,654.4 | -6,610.7 | -12,854.7 | -15,463.0 | -30,576.8 | -22,450.8 | -28,201.1 | -22,420.0 |
| BALANCE EN CUENTA DE CAPITAL | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -688.4 | -438.5 | -380.7 | -1,363.7 | -467.4 | -288.8 | -406.1 | 2,302.5 | 26.9 | -87.2 | -75.4 |
| BALANCE EN CUENTA FINANCIERA | -25,355.6 | -30,993.7 | -21,801.3 | -21,121.4 | -16,745.8 | -15,278.1 | -13,919.9 | -23,645.9 | -28,204.0 | -18,287.9 | -30,486.5 | -52,031.0 | -41,587.2 | -63,286.4 | -53,066.5 | -22,873.0 | -33,930.1 |
| Inversión Directa, activos | 0.0 | 4,404.0 | 880.8 | 1,253.5 | 4,431.9 | 6,474.0 | 5,312.1 | 8,867.6 | 3,913.0 | 10,827.7 | 8,910.4 | 11,856.3 | 18,908.4 | 11,608.8 | 8,530.1 | 12,300.7 | 3,657.0 |
| Inversión Directa, pasivos | 18,382.3 | 30,080.0 | 24,055.1 | 18,223.5 | 24,918.1 | 26,018.2 | 20,701.3 | 33,059.4 | 32,148.8 | 19,450.8 | 21,084.4 | 23,791.9 | 17,006.6 | 46,597.3 | 29,255.5 | 34,878.4 | 32,112.5 |
| Inversión Directa, neta | -18,382.3 | -25,676.1 | -23,164.3 | -16,970.1 | -20,484.1 | -19,544.2 | -15,389.2 | -24,200.8 | -28,235.6 | -8,623.0 | -12,174.0 | -11,935.6 | 1,807.8 | -34,988.5 | -20,725.4 | -22,577.7 | -28,455.5 |
| Inversión de Portafolio, activos | -3,136.8 | -2,081.0 | -1,771.1 | -1,214.6 | 1,754.0 | 20,547.7 | 926.6 | 14,423.3 | -4,254.0 | 34,134.4 | 8,251.7 | -4,789.9 | 16,388.8 | 6,663.1 | 2,514.4 | -3,094.7 | -2,496.6 |
| Inversión de Portafolio, pasivos | -1,955.1 | 2,929.3 | -1,670.6 | 3,065.6 | 5,066.3 | 7,000.4 | -366.0 | 12,514.5 | 4,933.7 | 15,464.4 | 38,293.7 | 40,494.7 | 76,199.3 | 49,600.5 | 49,289.9 | 20,491.1 | 29,590.2 |
| Inversión de Portafolio, neta | -1,741.8 | -5,010.3 | -1,005.5 | -4,220.2 | -3,252.3 | 13,467.2 | 1,292.6 | 1,917.8 | -9,187.7 | 18,689.9 | -30,007.9 | -45,204.6 | -59,800.5 | -42,937.4 | -46,775.5 | -23,585.9 | -32,083.8 |
| Derivados financieros y opciones sobre acciones de los empleados | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ... | ... | 1,522.0 | -4,288.2 | 543.0 | 725.1 | -116.8 | 469.5 | 797.6 | -4,806.8 | -479.6 |
| Otra inversión, activos | -4,894.6 | -391.7 | -1,719.5 | -22.3 | 5,278.6 | -3,824.6 | -1,942.0 | 6,204.4 | 23,723.9 | -18,736.0 | 7,581.1 | 7,444.5 | 6,427.0 | 18,745.5 | 15,681.1 | 26,513.6 | 25,910.5 |
| Otra inversión, pasivos | 368.9 | -684.4 | -3,183.0 | -91.1 | -1,720.0 | 3,386.5 | -2,187.7 | 7,393.3 | 6,014.4 | 5,630.6 | 16,688.7 | 2,700.3 | -10,185.3 | 4,558.4 | 1,994.3 | -1,585.8 | -1,184.4 |
| Otra inversión, neta | -5,231.5 | -272.7 | -1,463.5 | 88.8 | 6,998.6 | -9,221.1 | 1,767.7 | -1,362.9 | 17,838.5 | -24,166.6 | -8,897.5 | 4,341.1 | 16,612.3 | 14,190.1 | 13,686.8 | 28,098.4 | 27,094.9 |
| ERRORES Y OMISSIONES, NETOS | 1,482.1 | -3,388.1 | -1,115.3 | -4,528.5 | -4,618.9 | 3,765.8 | -7,891.2 | -2,880.0 | -2,912.6 | -3,812.7 | -23,896.7 | -10,652.7 | -8,501.6 | -17,274.1 | -13,910.7 | -10,001.4 | -11,436.5 |
| RESERVAS Y PARTIDAS CONEXAS | 8,061.1 | 9,219.4 | 5,793.1 | 8,232.1 | 5,094.8 | 9,955.6 | 2,161.5 | 10,817.0 | 8,096.8 | 4,486.0 | 20,711.7 | 28,234.8 | 17,516.4 | 17,780.0 | 16,721.9 | -15,416.7 | -1.8 |

Fuente: FMI Financial Statistics, <http://data.imf.org/leglar.aspx?key=61468205>

CUADRO 2. Acervo de inversión extranjera directa

| AÑO | Acervo de IED (miles de millones de dólares) |
|-------------|---|
| 2000 | 121.7 |
| 2001 | 165.7 |
| 2002 | 169.5 |
| 2003 | 179.6 |
| 2004 | 211.2 |
| 2005 | 253.1 |
| 2006 | 282.2 |
| 2007 | 316.4 |
| 2008 | 282.4 |
| 2009 | 341.4 |
| 2010 | 388.8 |
| 2011 | 385.5 |
| 2012 | 455.4 |
| 2013 | 480.9 |
| 2014 | 486.9 |
| 2015 | 509.3 |
| 2016 | 473.5 |

Fuente: Secretaría de Economía, Inversión Extranjera Directa en México y en el mundo. Carpeta de Información Estadística.

**Cuadro 3. Nuevas emisiones realizadas en el mercado de valores
(millones de pesos).**

| Primarias | | Secundarias | | Mixtas | | FIBRAS | | Suscripciones | | CXDs | | Deuda | | Total | |
|-----------|--------|------------------|--------|------------------|--------|------------------|--------|------------------|--------|------------------|--------|------------------|---------|------------------|---------|
| | | No. de Emisiones | Monto | No. de Emisiones | Monto | No. de Emisiones | Monto | No. de Emisiones | Monto | No. de Emisiones | Monto | No. de Emisiones | Monto | No. de Emisiones | Monto |
| 2011 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 3,891 | 1 | 9,232 | 2 | 2,752 | 1 | 3,615 | 14 | 15,791 | 6 | 6,487 | 890 | 536,862 | 915 | 578,620 |
| 2012 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | 27,194 | 1 | 52,807 | 3 | 10,883 | 3 | 27,728 | 11 | 3,322 | 10 | 19,466 | 897 | 634,161 | 928 | 775,542 |
| 2013 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 6 | 73,230 | 2 | 15,309 | 5 | 19,080 | 6 | 52,356 | 13 | 7,880 | 6 | 3,949 | 984 | 633,046 | 1,022 | 804,750 |
| 2014 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 4 | 20,332 | - | - | 1 | 2,703 | 5 | 53,795 | 17 | 11,526 | 8 | 5,662 | 941 | 500,641 | 976 | 594,659 |
| 2015 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 | 27,304 | 1 | 1,305 | 2 | 6,013 | 1 | 1,501 | 26 | 12,596 | 22 | 17,443 | 957 | 503,187 | 1,014 | 569,349 |
| 2016 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 | 37,205 | - | - | 1 | 1,220 | 1 | 1,575 | 38 | 34,319 | 13 | 8,483 | 882 | 439,115 | 940 | 521,917 |

Fuente: AMIB, Precisión del mercado 2017, http://www.amib.com.mx/documentoPublic?tipo=PRE_MERCADO

Cuadro 4. Principales cambios instituciones del sistema financiero mexicano.

| Fecha de aplicación | Medidas | Objetivo |
|---|--|---|
| 1988 | Liberalización de las tasas de interés | Evitar la desintermediación financiera. Hacer eficiente el sistema financiero. |
| 1989 | Eliminación de la canalización selectiva del crédito | Proveer de recursos financieros eficientemente, evitando las condiciones preferenciales en la asignación de crédito. |
| 1989 | Eliminación del encaje legal | Frenar la expansión de mercados informales de crédito. |
| 1991 | Eliminación del coeficiente de liquidez | Profundizar la desregulación bancaria, transparentar la intermediación y dar un mayor orden al mercado de dinero. |
| Diciembre 1989/ Junio 1992/ Mayo 1993/ Abril 1996/ Diciembre 1998/ Mayo 1999/ Junio 2001/ Junio 2003/ Diciembre 2005/ Julio 2006/ Julio 2008/ Mayo 2010/ Junio 2016 | Ley de Instituciones de Crédito | Dotar a las instituciones de banca múltiple de un sistema normativo que fortaleciera su estructura y mayor autonomía de gestión. Regular el servicio de banca y crédito; la organización y funcionamiento de las instituciones de crédito; las actividades y operaciones que las mismas podrán realizar; su sano y equilibrio desarrollo; la protección de los intereses del público; implementación de políticas de identificación y conocimiento de los clientes y usuarios por parte de las instituciones de crédito para prevenir y combatir a las operaciones con recursos de procedencia ilícita. |
| Junio 1989/ Mayo 1993/ Enero 2001/ Abrogada en abril 2015 | Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros | Promover un crecimiento estable. Alentar la competencia, promover nuevas formas de seguros, garantizar la solvencia de las compañías, promover el ahorro. Se crea la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas. Regular la organización y funcionamiento de las instituciones y sociedades mutualistas de seguros; las actividades y operaciones que las mismas podrán realizar; así como las de los agentes de seguros y demás personas relacionadas con la actividad aseguradora, en |

| | | |
|--|---|--|
| | | protección de los intereses del público usuario de los servicios correspondientes. |
| Junio 1989/ Mayo 1993/ Noviembre 1995/ Enero 2000/ Enero 2010/ Abrogada en abril 2014 | Ley Federal de Instituciones de Finanzas | Adecuar a las afianzadoras a las nuevas condiciones de mercado nacional e internacional. Regular la organización y funcionamiento de las instituciones de finanzas; las actividades y operaciones que las mismas podrán realizar; así como las de los agentes de seguros y demás personas relacionadas con la actividad afianzadora, en protección de los intereses del público usuario de los servicios correspondientes. |
| Diciembre 1989/ Mayo 1993/ Abril 1996/ Marzo 1997/ Junio 2001/ Junio 2003/ Enero 2004/ Junio 2006/ Junio 2007/ Agosto 2008/ Agosto 2011/ Enero 2014 | Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito | Liberar y desregular las actividades realizadas por los intermediarios financieros no bancarios, promoviendo su desarrollo equilibrado y eficiencia. Regular la organización y funcionamiento de las organizaciones auxiliares de crédito y se aplicará al ejercicio de las actividades que se registren en la misma como auxiliares de crédito. |
| Diciembre 1989/ Mayo 1993/ Febrero 1995/ Diciembre 1998/ Junio 2001/ Diciembre 2005/ Junio 2007/ Mayo 2009/ Enero 2014 | Ley de Mercado de Valores | Promover la participación de los intermediarios en el exterior, incorporar nuevas formas de intermediación y atraer flujos de capital. Regular, la oferta pública de valores, la intermediación en el mercado de éstos, las actividades de las personas que en él intervienen, el Registro Nacional de Valores y las autoridades y servicios en materia de mercado de valores. Dar protección a los intereses de los inversionistas, el desarrollo de un mercado de valores equitativo, eficiente, transparente y líquido, así como minimizar el riesgo sistemático y fomentar la competencia. |

| | | |
|--|---|--|
| Diciembre 1989/ Junio 2001/ Junio 2007 | Ley de Sociedades de Inversión | Desregular las operaciones y simplificación administrativa y generar ahorro interno. Regular la organización y funcionamiento de las sociedades de inversión, la intermediación de sus acciones en el mercado de valores, así como los servicios que deberán contratar para el correcto desempeño de sus actividades. |
| Junio 1992/ Mayo 1993/ Febrero 1995/ Abril 1996/ Diciembre 1998/ Junio 2001/ Julio 2006/ Abrogada en enero 2014 | Ley para Regular las Agrupaciones Financieras | Privatizar y ampliar la cobertura del sistema de información sobre operaciones activas. Regular las bases de organización y funcionamiento de los grupos financieros; establecer los términos en los cuales habrán de operar, así como la protección de los intereses de quienes celebren operaciones con los integrantes de dichos grupos. Las sociedades de información crediticia tienen como finalidad la prestación de servicio de información sobre operaciones activas y otras de naturaleza análoga, realizadas por entidades financieras. |
| 1993 | Autonomía del Banco Central | Consolidar y preservar la estabilidad de precios. El Banco Central debe estar aislado de presiones, por lo que debe ser autónomo en sus funciones. |
| 1995 | Unidades de Inversión | Con el propósito de brindar un instrumento que contribuya a mitigar los problemas que la inflación ocasiona en ahorradores y acreditados, se establecen las obligaciones que podrán denominarse en unidades de inversión (Udis). |
| 1995 | Tasas de interés interbancaria | Contar con una tasa de interés interbancaria que reflejara las condiciones del mercado, el Banco de México expidió las disposiciones para calcular la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) |
| 1995 | Cuenta única | Los saldos diarios de la cuenta única de la institución de crédito de que se trata se suman al final de un periodo de cálculo, el cual es de 28 días naturales. Al resultado se conoce como saldo acumulado de saldos diarios. |

| | | |
|---|--|---|
| 1995 | Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEUA) | Este sistema permite realizar pagos de alto valor con fecha del mismo día, entre cuentahabientes de distintas instituciones de crédito. |
| 1995 | Programas de Apoyo Crediticio | Nació con la finalidad de reducir la problemática de la cartera vencida de las instituciones de crédito, permitiéndose la reestructuración en Udis de créditos otorgados en moneda nacional y en dólares de EU, la disminución de las tasas de interés de dichos créditos, la ampliación del plazo del crédito y, en ocasiones, al diferimiento del pago del principal durante periodos razonables. |
| Enero 1993/ Abril 1996/ Enero 2014 | Sistema de Ahorro para el Retiro | Tiene por objeto regular el funcionamiento de los sistemas de ahorro para el retiro, así como a sus participantes. Otorga al trabajador un seguro al momento de su retiro o al quedar desempleado. |
| Diciembre 1995/ Abril 2001/ Junio 2003/ Mayo 2009/ Diciembre 2015 | Ley del Servicio de Administración Tributaria | Hacer eficiente la liquidación y recaudación de impuestos para el financiamiento del gasto público. Promover la eficiencia en la administración tributaria. |
| Diciembre 1990/ Diciembre 1993/ Enero 1998/ Abril 2012/ Agosto 2016 | Ley de Inversión extranjera | Promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera. Determinar reglas para canalizar la inversión extranjera hacia el país y propiciar que ésta contribuya al desarrollo nacional. |
| Diciembre 1998/ Enero 2000/ Junio 2009/ Marzo 2010 Enero 2014 | Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros | Ofrecer protección y defensa de los derechos e intereses del público usuario de los servicios financieros, que prestan las instituciones públicas, privadas y del sector social debidamente autorizadas, regular la organización, procedimientos y funcionamiento de la entidad pública encargada de dichas funciones. |
| Junio 2001/ Enero 2014 | Ley Orgánica del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros | Promover el ahorro, el financiamiento y la inversión, ofrecer instrumentos y servicios financieros. Canalizar apoyos financieros y técnicos necesarios para fomentar el ahorro y el |

| | | |
|--|---|--|
| | | desarrollo del sector y, en general, al desarrollo económico nacional. |
| Junio 2001/ Enero 2014 | Ley de Ahorro y Crédito Popular | Regular, promover y facilitar el servicio de captación de recursos y colocación de crédito por parte de las entidades de ahorro y crédito popular; la organización y funcionamiento de las federaciones y confederaciones; las actividades y operaciones que las entidades de ahorro y crédito popular podrán realizar con el propósito de lograr un equilibrado desarrollo. Proteger los intereses de quienes celebren operaciones con dichas entidades y establecer los términos en que las autoridades financieras ejercerán la supervisión del Sistema de Ahorro y Crédito Popular. |
| Abril 1995/ Junio 2001/ Enero 2004/ Junio 2005/ Junio 2007/ Abril 2012/ Enero 2014 | Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores | En virtud de los procesos de reforma e integración en escala mundial que nuestra economía ha vivido en los últimos años, se hizo necesario consolidar en un solo órgano desconcentrado las funciones atribuidas a la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores; se crea la Comisión Nacional Bancaria y de Valores como órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con autonomía técnica y facultades ejecutivas y tendrá por objeto supervisar y regular, en el ámbito de su competencia, a las entidades financieras, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto, en protección de los intereses del público. Supervisar y regular a las personas físicas y demás personas morales. |
| Diciembre 1998/ Junio 2001/ Enero 2014 | Ley de Protección al Ahorro Bancario | Establecer un sistema de protección al ahorro bancario en favor de las personas que realicen cualquiera de las operaciones garantizadas, en los términos y con las limitantes que la misma determina; regular los apoyos financieros que se otorguen a las instituciones de banca múltiple |

| | | |
|---|---|---|
| | | para la protección de los intereses del público ahorrador, así como establecer las bases para la organización y funcionamiento de la entidad pública encargada de estas funciones. |
| Junio 2001/ Agosto 2009/ Abril 2014 | Ley General de Sociedades Cooperativas | Regular la organización y funcionamiento de las sociedades cooperativas. Sus disposiciones son de interés social y de observancia general en el territorio nacional. |
| Octubre 2001 | Sociedad Hipotecaria Federal | El objetivo de esta institución es la promoción del desarrollo en el mercado de crédito a la vivienda y de las capacidades productiva y tecnológica del sector vivienda, haciendo énfasis en la vivienda de interés social y la ubicadas en zonas y comunidades indígenas. |
| 2003 | Sistema Internacional de Cotizaciones | A través de la Bolsa Mexicana de Valores se da acceso a los inversionistas mexicanos para que inviertan en acciones internacionales. Es una plataforma que permite invertir en acciones y Exchange Traded Funds (ETFs) cuyos valores fueron listados en otras partes del mundo. |
| Julio 2006 | Asociación Mexicana de Entidades Financieras Especializadas | Antes AMSFOL. Agrupa a las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (Sofomes), Arrendadoras, empresas de Factoraje y otros Intermediarios Financieros. Estas agrupaciones otorgan financiamiento con mecanismos flexibles e innovadores, facilitando el acceso al crédito a destacados segmentos de la economía. Los diferentes sectores productivos que abarca son: Empresarial, Hipotecario, Automotriz, Agropecuario, Créditos Personales, Consumo, Microcréditos, Arrendamiento y Educación. |
| 2008 | Líneas para intercambio de monedas por un monto de 30 mil millones de dólares (swaps) | A través de la Comisión de Cambios, reactivar las ventas de dólares por parte del instituto central hasta en 400 millones diarios con base en reglas previamente establecidas, y se acordó con la Reserva Federal de los EE.UU. líneas para intercambio de monedas por un monto de 30 mil millones de dólares (swaps). Esto con el objetivo de imitar los efectos negativos que la crisis |

| | | |
|----------------|---|---|
| | | financiera pudiera ocasionar en la economía mexicana. |
| Diciembre 2011 | Mercado Integrado Latinoamericano | En el marco de la II Cumbre de la Alianza del Pacífico celebrada en la Ciudad de Mérida, Yucatán, la Bolsa Mexicana firmó un Acuerdo de Intención con las bolsas de valores de Colombia, Lima (Perú) y Santiago (Chile) que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). La integración tiene como objetivo desarrollar el mercado de capitales a través de la integración de los cuatro países, para dar a los inversionistas una mayor oferta de valores, emisores y las más grandes fuentes de financiamiento. |
| Enero 2014 | Reforma Financiera | La reforma ha tenido como objetivo estimular el otorgamiento de crédito, buscar proporcionar elementos de estímulos a la competencia en los sectores crediticios, bursátiles y de finanzas populares con la intención de ofrecer apertura a los mercados mexicanos y al mismo tiempo proporcionar control y regulación. |
| Enero 2014 | Ley para Regular las Agrupaciones Financieras | Tiene por objeto regular las bases de organización de las Sociedades Controladoras y el funcionamiento de los Grupos Financieros, así como establecer los términos bajo los cuales habrán de operar, buscando la protección de los intereses de quienes celebren operaciones con las entidades financieras integrantes de dichos Grupos Financieros. |
| Junio 2014 | Ley de Fondos de Inversión | Antes “Ley de Sociedades de Inversión”. Tiene por objeto regular la organización y funcionamiento de los fondos de inversión, la intermediación de sus acciones en el mercado de valores, los servicios que deberán contratar para el correcto desempeño de sus actividades, así como la organización y funcionamiento de las personas que les presten servicios |

Fuente: Girón y levy, 2005. Anexo 10. Actualización con datos de la CNBV. <https://www.cnbv.gob.mx/Paginas/NORMATIVIDAD.aspx>

BIBLIOGRAFÍA

Barro R. y Sala-i-Martin, X. (1992). *Convergence*. Journal of Political Economy. 223-251.

Bebczuk, R. (2003). *Asymmetric information in financial markets*. Reino Unido: Cambridge University Press.

Bachelier, L. (1900). *The Theory of Speculation*. Annales scientifiques de l'Ecole Normale, No. 3, 21-86.

Ball, L. (2012). *Money, Banking and Financial Markets*. Corbis Premium.

Bortz, P. (2017). *Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina*. En Estudios sobre financierización en América Latina (295-322). Chile: Cepal.

Caldentey, E. (2017). *Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera*. En Estudios sobre financierización en América Latina (141-170). Chile: Cepal.

Carlin, W. & Soskice, D. (2015), *Macroeconomics: institutions, instability, and the financial system*, Oxford University Press.

Correa, E. (1992). *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.

Díaz, M. & Vázquez, N. (2016), *Sistema Financiero Mexicano*, México: Trillas.

Delloite (n.d.), *La Reforma Financiera en el México de Hoy. Impactos de la Reforma*.

Eizenstat, E. (1982), *Volcker's Monetarist Policy: Painful, Costly* en *The New York Times*, 18 de octubre de 1982, Acceso: 03/06/2018. Disponible en: <https://www.nytimes.com/1982/10/18/opinion/volcker-s-monetarist-policy-painful-costly.html>

Estrada, G., Park, D., & Rayamandi, A. (2016). *Taper Tantrum and Emerging Equity Market Slumps*. Working Paper Series, No. 451, Econstor.

Fama, E. (1965). *The Behavior of Stock Market Prices*, Journal of Business, vol. 38.

_____ (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, vol. 25.

FMI (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*. International Monetary Fund (IMF), Sixth Edition, Washington, D.C.

French-Davis, F. (2005). *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*. Colombia: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A.

Girón, A. & Levy, N. (2005), *México: los bancos que perdimos*, Instituto de Investigaciones Económicas y Facultad de Economía, UNAM, México.

Gómez, L. (2008). *Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral*. Actualidad Empresarial, No.170.

Greenwald, B. & Stiglitz, J. (2003). *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Reino Unido: Cambridge University Press.

Herrera, B. (2003). *Importancia de los flujos financieros en el crecimiento de países emergentes*. Revista de Investigación de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Vol.10. No. 20.

Hyme, P. (2003). *La teoría de los mercados eficientes. Un examen crítico.*, Cuadernos de Economía, vol. 22.

Kaltenbrunner, A. & Paineira, J. (2017). *Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada*. En Estudios sobre financierización en América Latina (33-68). Chile: Cepal.

Keynes, J. (1936). *La Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.

Levine, Ross (1995). *¿Es importante el sistema financiero?* En: Crecimiento Económico: Teoría, Instituciones y Experiencia Internacional. Banco de La República y Banco Mundial, Bogotá D.C., 366-384

Levy, N. (1998), *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión en México 1960/94*, Facultad de Economía, UNAM, México.

_____ (2003), *Los efectos de la privatización de los fondos de pensiones en el financiamiento de la inversión y el crecimiento económico en México*. En *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizador*. México: UNAM, DGAPA, FES Acatlán, Porrúa.

_____ (2006). *Profundización financiera y restricción crediticia*. *Economía Informa*, 54-65.

_____ (2013). *Dinero, estructuras financieras y financiarización: un debate teórico institucional*. México, D.F: Itaca.

López, T. (2006), *Deuda Pública Interna en México*, en *Reforma Financiera en América Latina*. Argentina: CLACSO. pp. 227-258.

Mántey, G. (2010), *Políticas financieras para el desarrollo en México: ¿Qué hemos aprendido de 1958 a 2008?*, en *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo de México (1958-2008)*, México: Plaza y Valdés, DGAPA, FES Acatlán, Facultad de Economía, UNAM.

_____ (2013). *¿Conviene flexibilizar el tipo de cambio para mejorar la competitividad?* *Revista Problemas del Desarrollo*, Vol. 44, No. 175.

Minushkin, S. (2003), *De banqueros a bolseros: la transformación estructural del sector financiero mexicano*, División de Estudios Internacionales, Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE), No. 97.

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

_____ (1982). *"Can it happen again?"*. Routledge.

_____ (1992). *"The Financial Instability Hypothesis"*. Working Paper No. 74.

Mishkin, F. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros*, México: PEARSON.

Moguillansky, G. (2002). *Non-financial corporate risk management and exchange rate volatility in Latin America*. Estados Unidos: United Nations University (UNU), World Institute for Development Economics Research (WIDER).

Moreno, J. & Ros, J. (2010). *Desarrollo y crecimiento en la economía mexicana. Una perspectiva histórica*, México: Fondo de Cultura Económica.

Muth, J. (1961). "Rational Expectations and the Theory of Price Movements". *Econometrica*, Vol. 29, No. 3, 315-335.

OCDE (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Fourth Edition.

Ortiz, G. (2009), 'La Crisis de 1994-95 y la Actual Crisis', *Expansión*, 9 de febrero de 2009. Acceso: 3/06/2018.

Disponible en: <https://expansion.mx/economia/2009/01/30/la-crisis-del-199495-y-la-actual-crisis>

Rojas, J. & Navidad, M. (2009), 'La crisis financiera internacional y su efecto en la bolsa mexicana de valores', *Economía Actual*, Facultad de Economía de la Universidad Autónoma del Estado de México, México, p. 16-19. Acceso: 03/06/2018.

Disponible en: http://web.uaemex.mx/feconomia/Publicaciones/EA_21.pdf

Serratos, J. (2006). *Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLLES)*. México: Podium Notarial. Revista del Colegio de Notarios del Estado de Jalisco Disponible en: <https://revistas-colaboracion.juridicas.unam.mx/index.php/podium-notarial/article/view/16521/14798>

Stiglitz, J. (1981a). *Information and Capital Markets*. NBER Working Paper No. 678.

Stiglitz, J. & Andrew W. (1981b). *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. *American Economic Review* 71, 393-410

Tello, C. (2007), *Estado y desarrollo económico. México 1920-2006*, México: UNAM.

Toporowski, J. (2000), *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*

_____ (2015), *Crédito y Crisis de Marx a Minsky*. México: UNAM, Facultad de Economía, Miguel Ángel Porrúa. 2016.

Turrent, E. (2008), *Historia sintética de la banca en México*, Documento de Banco de México. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/basico/%7BFFF17467-8ED6-2AB2-1B3B-ACCE5C2AF0E6%7D.pdf>

Tytell, I. y Wei, S. (2004), *Does financial globalization induce better macroeconomic policies?* Working Paper WP/04/84, Fondo Monetario Internacional, Washington.