



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**EL MERCADO DE BONOS COMO FUENTE DE
FINANCIAMIENTO PARA LA INVERSIÓN Y EL
CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO 2000-2015**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADA EN ECONOMÍA**

P R E S E N T A :

ALBA LILIANA RUBIO LÓPEZ



**DIRECTOR DE TESIS:
DOCTORA NOEMÍ ORNAH LEVY ORLIK**

CIUDAD UNIVERSITARIA, CD. MX. MAYO 2017



Universidad Nacional
Autónoma de México



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

*Todo tiene su tiempo,
y todo lo que se quiere debajo del cielo tiene su hora.
Eclesiastés 3:1*

Este trabajo de investigación representa para mí, la culminación de una etapa de formación personal y académica, en la cual he aprendido que la constancia y el esfuerzo son dos aspectos muy importantes para el aprendizaje y la formación de carácter. Quiero agradecerle a Dios por darme la dicha de vivir esta experiencia y fortalecerme durante el proceso de redacción de esta tesis.

A mis padres Álvaro Rubio y Rosi López, por los consejos y el apoyo que me han brindado en todos los planes que he iniciado en mi vida, gracias por estar siempre conmigo. A mi hermano Agustín, por su ayuda y cariño incondicional en los momentos más difíciles que he atravesado.

A mi tutora de tesis, la Doctora Noemí O. Levy, por su paciencia, dedicación, y por el tiempo que me brindó a través de sus consejos y asesorías para la presente investigación.

Así mismo, agradezco el apoyo al Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT), otorgado mediante el proyecto IN303314 que lleva por título “Financiarización y Política Económica, un análisis teórico institucional para países en desarrollo”, coordinado por la Dra. Noemí O. Levy, Facultad de Economía, UNAM.

A mis amigos: Miliet González quien especialmente contribuyó de muchas maneras en este proceso de redacción; a Edgar Peralta y Alejandro Cornelio, con quienes he compartido muchas experiencias y he aprendido a valorarlos como parte de mi familia.

A Karen Rubio por sus consejos, y a toda mi familia por apoyarme durante esta etapa.

Agradezco a la UNAM, por haberme dado la oportunidad de cursar la carrera en la Facultad de Economía y por todo el apoyo que he obtenido de esta gran institución.

Índice

Introducción	7
<u>Capítulo 1: Estructura del sistema financiero: Papel de los bonos</u>	10
I. Mercados financieros	10
II. Intermediarios financieros	15
III. Mercado de bonos	20
Conclusiones	24
<u>Capítulo 2: Función de los bonos en el financiamiento de la inversión</u>	25
I. Keynes: Financiamiento bancarios y fondeo	26
II. Financiamiento de la inversión y riesgo creciente	31
III. Mercado de bonos e inestabilidad financiera	36
Conclusiones	42
<u>Capítulo 3: El mercado de valores en México</u>	43
I. Antecedentes	44
II. Modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones y mercado de valores	47
III. Nacionalización bancaria y mercado de valores	53
IV. Tratado de Libre Comercio con América del Norte y desregulación financiera	59
Conclusiones	64
<u>Capítulo 4: Mercado de bonos en México: financiamiento de la inversión y crecimiento económico</u>	67
I. Comportamiento del Sistema financiero mexicano	68
II. Inversión extranjera y tenencia de bonos	73
III. Mercado de bonos en México y emisiones en el exterior	77

IV. Mercado de bonos doméstico	84
V. Instituciones Financieras no Bancarias (IFNB) y fondeo del mercado de bonos	87
Conclusiones	89
Conclusiones generales	91
Anexo	95
Bibliografía	97
Cibergrafía	100

Índice de cuadros y tablas

Cuadro 1. Instrumentos del Mercado de Deuda	22
Tabla 1. Liquidez del mercado secundario del sector público en 2005	86

Índice de gráficas

Gráfica 1. Profundización financiera y tasa de crecimiento del PIB 2000-2015	69
Gráfica 2. Inversión Extranjera Directa y de Cartera en México 2000-2015...	70
Gráfica 3. Componentes de la IEC en México 2000-2015	71
Gráfica 4. Tamaño del sector financiero en proporción al PIB 2000-2015	72
Gráfica 5. Tenencia de bonos gubernamentales	75
Gráfica 6. Emisión de bonos en el exterior e interior del país 2000-2015	77
Gráfica 7. Emisión de bonos en el exterior como porcentaje del total emitido	78
Gráfica 8a. Composición de la emisión de bonos en el exterior Emisión bruta de bonos de empresas mexicanas en el mercado internacional por sector	80
Gráfica 8b. Composición de la emisión de bonos en el exterior Emisión bruta de bonos de empresas mexicanas en el mercado internacional por grado	80
Gráfica 9 Financiamiento al sector productivo no financiero del país como porcentaje del financiamiento total	83

Gráfica 10. Emisión de bonos en el mercado interno como porcentaje del total emitido 2005-2015 85

Gráfica 11. Tenencia de bonos privados como proporción de total de bonos privados emitidos 88

Introducción

El sistema financiero tiene un papel central en la economía, en éste destacan los intermediarios financieros que tienen la capacidad de realizar la intermediación financiera, es decir canalizar los recursos de agentes superavitarios hacia agentes deficitarios, con el objetivo de otorgar financiamiento.

Entonces, en el sistema financiero se crean mecanismos para conceder financiamiento y fondear la inversión. De acuerdo a la teoría heterodoxa, el fondeo permite la estabilidad económica, porque anula los créditos de corto plazo emitidos por el sistema bancario, mediante la emisión de instrumentos financieros de largo plazo, como acciones y bonos. A través de este mecanismo, se recolecta el ahorro generado por la inversión y logra equilibrar las hojas de balance.

Este planteamiento supone que el sistema bancario otorga financiamiento de corto plazo y el mercado de valores transforma el ahorro real en ahorro financiero, garantizando el financiamiento de largo plazo.

Sin embargo, este proceso puede ser altamente inestable ante la presencia de incertidumbre, que motiva a individuos a buscar ganancias financieras mediante previsiones sobre movimientos en la tasa de interés y en el precio de los títulos financieros; lo cual impedirá que el financiamiento se anule.

Bajo este contexto, el objetivo general de este trabajo es analizar la contribución del mercado de bonos en el financiamiento de la inversión y el crecimiento económico en México, en el período del 2000 al 2015. Para tal efecto, se asentará teórica e históricamente el papel que ha tenido el mercado de bonos en el sistema financiero y su vínculo con el financiamiento de la inversión y el crecimiento económico.

La hipótesis central de esta investigación es que el mercado de bonos en México es pequeño y está estrechamente vinculado con el sector público. Así mismo, a partir del año 2008 existe un incremento considerable en la participación de las empresas en la emisión de bonos en el extranjero, lo cual ha modificado la estructura del mercado de bonos en México.

Para probar esta hipótesis, se hace un análisis del comportamiento del mercado de bonos en México desde el año 2000 hasta el año 2015. La investigación se centra en ese período, porque se financiarizó la economía mexicana y se transformó el sistema financiero mexicano.

Por tanto, este trabajo se estructura de la siguiente manera; en el primer capítulo se presenta una descripción sobre la estructura del sistema financiero. El propósito de este capítulo es discutir las características de los mercados e instituciones participantes en él y analizar la importancia del mercado de bonos en el sistema financiero.

En el segundo capítulo se presenta una discusión teórica heterodoxa acerca del fondeo y el financiamiento de la inversión bajo la perspectiva de tres economistas post-keynesianos importantes: Keynes, quien plantea la teoría de la preferencia por la liquidez y la presencia de incertidumbre en el mercado de capitales; Kalecki, quien postula el término de riesgo creciente para analizar los problemas con que se enfrentan las empresas en el proceso de obtención de financiamiento; y, por último, Minsky, que rechaza la teoría de la preferencia por la liquidez, bajo el argumento que los precios de los títulos financieros y la tasa de interés tienen movimientos cíclicos, resaltando la presencia de innovaciones financieras.

En el tercer capítulo se hace una revisión histórica del mercado de bonos en México, en la cual se describen los principales cambios que ha atravesado el sistema financiero mexicano. El objetivo de este capítulo es demostrar que el desarrollo del mercado de valores ha estado subordinado al desarrollo de la banca comercial y al financiamiento del sector público, lo cual ha impedido el desarrollo del mercado de bonos en México.

En cuarto capítulo se presenta un análisis del comportamiento del mercado de bonos desde el año 2000 hasta el 2015. En este apartado se hace una descripción estadística de la emisión de bonos, donde se señala el incremento en la emisión de bonos en el exterior por parte de las corporaciones no financieras y los riesgos para la economía nacional. Así mismo, se describe el comportamiento de la emisión de bonos en el mercado interno y la incidencia que han tenido las

instituciones financieras no bancarias y la inversión extranjera, en el fondeo del mercado de bonos.

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

La información estadística contenida en este trabajo proviene del Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés), del Banco de México (Banxico), del Fondo Monetario Internacional (IMF por sus siglas en inglés), del Banco Mundial y del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

Capítulo 1

“Estructura del sistema financiero: Papel de los bonos”

El sistema financiero tiene un papel central en el desarrollo de la economía. A través de los intermediarios e instrumentos financieros se canaliza el ahorro de los agentes superavitarios hacia agentes deficitarios, con el objetivo de suministrar recursos. Para comprender el funcionamiento del sistema financiero y de los mercados e instituciones participantes en éste, es indispensable comprender la estructura general del mismo.

En ese sentido, el presente capítulo tiene por objetivo describir la estructura del sistema financiero y su importancia en la economía. Para ello, se describe la organización de los mercados financieros y la relevancia del mercado de bonos en el sistema financiero.

De acuerdo a este análisis, se sostiene que el sistema financiero es fundamental en la movilización de recursos e indispensable para la creación de liquidez, ya que proporciona canales de financiamiento para las actividades productivas.

Por consiguiente, el capítulo se estructura de la siguiente manera: en la primera parte se describe la función que tienen los mercados financieros y la forma en la que se clasifican; en la segunda, se analizan los participantes del mercado financiero; en la tercera, se desarrolla la importancia del mercado de bonos en la estructura financiera; y en la última parte, se presentan las conclusiones.

Mercados financieros

En un mercado financiero se pueden comprar o vender activos financieros: valores o títulos como acciones y bonos; así como obtener liquidez para financiar actividades de inversión y de consumo (Madura, 2012:2). Dichos activos logran agilizar y facilitar el flujo de fondos, permitiendo el financiamiento y la inversión.

El mercado financiero se encarga de absorber la liquidez que se encuentra en la economía a través de la venta de títulos financieros, para así distribuirla entre los agentes que lo requieren (Ramírez, 2001:40-41).

Los mercados financieros tienen un papel muy importante en la economía, ya que son una de las principales fuentes de financiamiento para la inversión.

Los agentes deficitarios pueden acceder al financiamiento a través de los mercados. Por un lado, las instituciones financieras bancarias crean liquidez en la economía (Levy, 2013:77), ya que emiten por primera vez el dinero y otro tipo de activos líquidos que circularán; los agentes como las empresas y el gobierno, pueden obtener créditos para financiar actividades de inversión. Estos agentes, a su vez, pueden emitir activos financieros como acciones y bonos que comercializarán en el mercado.

Tanto instituciones financieras bancarias y no bancarias, como corporaciones y el gobierno pueden acceder a la compra de estos activos para obtener rendimientos periódicos y en el largo plazo, equilibrar sus hojas de balance; mientras que las instituciones que emitieron dichos títulos, obtienen liquidez en el corto plazo para expandir sus actividades (Madura, 2012:4). De esta forma, el mercado genera financiamiento en la economía.

En el mercado financiero acuden tanto individuos que quieren canalizar sus ahorros porque tienen excedentes, como individuos deficitarios que requieren estos fondos para continuar con sus actividades (Ídem). El mercado tiene la función de intermediar estas actividades para distribuir la liquidez entre los agentes deficitarios.

Por ello, el mercado financiero adopta tres principales funciones, en primer lugar, logra que los agentes deficitarios y superavitarios interactúen para que se determine el precio y el rendimiento de algún activo que desean comerciar, en otras palabras, la primera función del mercado financiero es la fijación de precios (Fabozzi, 1996:7) a partir de la oferta y demanda de activos por parte de los participantes del mercado. El rendimiento que los activos generarán a lo largo del tiempo depende de la interacción y del tamaño de oferta o demanda que existe en la economía sobre estos títulos.

La segunda función es proporcionar liquidez (Ídem), ya que una parte de los agentes acude al mercado financiero a vender activos con el fin de obtener liquidez. El mercado financiero genera mecanismos para que este proceso sea posible y los agentes puedan intercambiar sus activos no líquidos, por unos más líquidos.

Como tercera función, los mercados financieros reducen los costos de transacciones (Ídem), ya que la información y el nivel de transacciones serían más costosas sin la existencia de los mercados financieros.

Estos costos se dividen en dos tipos: el primero es el costo de búsqueda, consiste en el gasto que pueden realizar los agentes a la hora de anunciar la venta o compra de sus activos financieros, incluye aquí también el costo de espera (tiempo en el que tarda un participante en encontrar un agente que desee realizar la acción contraria a la que él realiza). El segundo costo es el de información, consiste en el cálculo de la cantidad y probabilidad del flujo de efectivo¹ que se espera sea generado (Ídem).

De acuerdo a la información antes mencionada, los mercados financieros pueden clasificarse según el grado de liquidez que generan, según el tipo de instrumento que se comercia en ellos y según el tipo de vencimiento que tienen los títulos comerciados.

Si se clasifican de acuerdo al grado de liquidez, se pueden dividir en mercados primarios y mercados secundarios: el primero, es el mercado en el que se comercian y crean por primera vez los activos financieros, es decir, son nueva creación de deuda (Ramírez, 2001:42). Mientras que en el mercado secundario se comercia un activo preexistente, de manera que este mercado puede modificar las características que tiene el activo (Ídem).

Los mercados secundarios, se clasifican en dos formas: la primera es la organización de los intercambios o “mercado de subastas” (Fabozzi, 1996:8), donde compradores y vendedores se reúnen en un lugar determinado para lograr

¹ Entendiendo flujo de efectivo como (Fabozzi, 1996:190) las distribuciones de efectivo que el activo financiero pagará a sus poseedores.

el intercambio de activos; este mercado es llamado bursátil (Ramírez, 2001:43), siendo la Bolsa de Valores un ejemplo de intercambios organizados.

La segunda clasificación se refiere a los mercados sobre el mostrador o mercado intermediario, en éste los negociantes están ubicados en determinados lugares y cuentan con valores que están dispuestos a comprar y vender sobre mostrador, a quien acuda a ellos y esté dispuesto a aceptar sus precios (Ídem).

Por otro lado, si los mercados se clasifican de acuerdo al tipo de instrumento que comercian y de acuerdo al vencimiento del mismo, se pueden dividir en mercado de dinero, mercado de deuda y acciones, y en mercado de derivados.

En el primero se comercian activos con un plazo de vencimiento menor a un año y se considera como mercado de corto plazo por el tiempo de vencimiento de sus activos. En éste, se comercian valores que son muy líquidos y tienen un bajo rendimiento esperado, así como un riesgo bajo esperado; también se conoce como mercado monetario (Ídem).

En el mercado de deuda “se realizan operaciones de emisión, colocación, distribución e intermediación de títulos o valores de deuda” (Banco de México, 2008:11), tales como bonos u obligaciones hipotecarias. Estos instrumentos, consisten en un arreglo en donde el deudor está obligado a pagar al tenedor del instrumento una cantidad fija en intervalos regulares, es decir paga intereses hasta una fecha determinada de vencimiento, la madurez de estos activos está determinada por el tiempo en el que vencen (Gordon, 2003:455).

La madurez de un instrumento de deuda puede ser de corto plazo cuando el tiempo de vencimiento es de un año o menos, si vence a tres años o más, es de largo plazo y si vence entre uno y tres años se considera de plazo medio (Ramírez, 2001:43).

Estos activos sirven para que las instituciones logren financiar sus operaciones existentes y sus operaciones de crecimiento. Los activos de corto plazo permiten que las instituciones financien sus operaciones existentes, mientras que los fondos de largo plazo, permiten financiar la expansión de las mismas. En este mismo mercado de deuda se encuentran títulos respaldados por

créditos hipotecarios, que son obligaciones de deuda a largo plazo (Fabozzi, 1996:480).

Así mismo, en esta clasificación se encuentran las acciones, que le otorgan el derecho al acreedor (dueño de la acción) a ser participe del ingreso y activos de una empresa, los beneficios que obtienen los accionistas, es decir, los acreedores de las acciones, se obtienen a través de pagos periódicos llamados dividendos y son considerados de largo plazo porque no tienen una fecha específica de vencimiento (García, 2007:6). Estos activos tienden a ser más riesgosos, porque el tamaño de los dividendos depende del desempeño futuro de las empresas que los emiten.

El siguiente tipo de mercado es el de derivados, en el que se comercian contratos, los cuales le dan la alternativa al poseedor de vender o comprar activos en algún momento futuro, el precio de los contratos se basa en el precio de un activo subyacente, que puede ser oro, plata, bonos, acciones, etc., es decir, derivan su valor de otros activos (Ibídem:106).

Otro de los aspectos importantes en la clasificación de los mercados es el nivel de participantes y transacciones que se realizan, a medida que se desarrolla un mercado las actividades son más profesionales y rápidas.

Con la desregulación financiera y la apertura de los mercados, los fenómenos que han acompañado al desarrollo de éstos, incluye tanto el aumento en la magnitud del mercado como del número de participantes, así como del tipo de transacciones o innovaciones financieras que realizan. En la actualidad, los participantes no se reducen a ser nacionales, también son instituciones internacionales o supranacionales, gobiernos estatales y locales, gobiernos a nivel nacional y agencias del mismo gobierno a nivel nacional y entidades comerciales que pueden ser empresas financieras y no financieras (Fabozzi, 1996:9).

El desarrollo de los mercados está acompañado también de las innovaciones tecnológicas que han facilitado la comunicación y la rapidez en las transacciones que realizan los participantes, permitiendo que la interacción de los mismos sea posible. Esto significa que la intermediación financiera ocupa un lugar importante en la captación y canalización de fondos a nivel mundial, ya que los

agentes son motivados por la volatilidad que existe en las tasas de interés, en la inflación, en el precio de las acciones y tasas de cambio (Ídem).

Intermediarios financieros

La existencia de intermediarios financieros se justifica porque logran abaratar la información disponible, para así invertir y poder obtener la rentabilidad necesaria que los participantes esperan (Ramírez, 2001:44). Así mismo, diversifican los riesgos asociados a los activos, de modo que pueden transformar activos financieros riesgosos en otros de menor riesgo, ofreciendo a los prestamistas y prestatarios diferentes plazos de vencimiento para sus activos (Ídem). Adicionalmente, facilitan el uso de diversas formas de pago a través de la promoción de transacciones electrónicas bajo el uso de tarjetas de crédito o débito, cheques, transferencias de fondos y otro tipo de recursos financieros.

Los intermediarios financieros se componen de diversas instituciones, en primer lugar, se encuentran las instituciones financieras bancarias, que tienen la finalidad de captar los recursos de la economía (de agentes superavitarios) para canalizarlos a través de créditos para agentes deficitarios (Fabozzi, 1996:21). Sus funciones no sólo se limitan a la captación de créditos, sino también a la adquisición de bonos para equilibrar sus hojas de balance.

En segundo lugar, se encuentran las instituciones financieras no bancarias, las cuales proporcionan diversos servicios como son (Ídem):

- Transformar activos financieros que previamente se adquirieron en el mercado para convertirlos en otro tipo de activos o pasivos.
- Intercambian activos financieros a favor de sus clientes.
- Intercambian activos financieros para equilibrar sus balances.
- Asesoran en la creación, venta y compra de activos financieros de sus clientes a otros participantes del mercado.
- Administran la cartera de los participantes del mercado y proporcionan avisos sobre inversiones a los participantes.

Las instituciones financieras bancarias (que emiten créditos y crean dinero en la economía) y las instituciones financieras no bancarias (que adquieren pasivos como bonos, acciones e innovaciones financieras, convirtiéndose en inversionistas institucionales), en cualquier mercado se constituyen como: instituciones de depósito, instituciones de ahorro, intermediarios de inversión, uniones de crédito, compañías financieras y fondos mutualistas de inversión.

Para el caso de México, estas instituciones llevan otros nombres (Ramírez, 2001:44):

- Instituciones de depósito (banca múltiple)
- Instituciones de desarrollo (bancos y fideicomisos de fomento económico)
- Instituciones de ahorro contractual
- Sociedades Financieras de Objeto Múltiple
- Intermediarios de inversión
- Instituciones de sistema de ahorro para el retiro (AFORES y SIEFORES)

Instituciones de depósito

Son intermediarios financieros que aceptan depósitos de los agentes y ofrecen préstamos e inversiones de valores, también ofrecen cuentas de depósito que se logran adaptar a las características de liquidez que los agentes desean, así como ofrecer préstamos a plazos de vencimiento que los interesados desean (Fabozzi 1996:56). Una de sus características es que estas instituciones aceptan el riesgo de los préstamos.

Entre las instituciones de depósito, se encuentran aquellas que reciben depósitos de ahorros y a plazo, dedicándose en forma habitual y sistemática a conceder préstamos de fondos provenientes de sus recursos propios, del banco central, de los bancos comerciales y del público. Comprenden las instituciones públicas de fomento, los bancos hipotecarios, las asociaciones de ahorro y préstamo y los bancos de desarrollo (Banco Central de la República Dominicana, 2015: en línea).

Estas instituciones se han desarrollado en los últimos años ya que el desarrollo tecnológico les permite no sólo captar y prestar recursos, sino también abarcar otro tipo de funciones que corresponden a las demás instituciones, diversificando los servicios que proporcionan a los usuarios. Para el caso de México (Ramírez, 2001:46), la institución de depósito dominante es la banca múltiple que ahora tiene a la banca especializada: depósito, ahorro, financiera, hipotecaria, de capitalización, préstamos a la vivienda familiar y fiduciarias.

Los bancos comerciales son las instituciones de depósito dominante, ofrecen cuentas de depósito a los agentes superavitarios y transfieren depósitos a los agentes deficitarios (Fabozzi, 1996:56). Así mismo, logran proporcionar financiamiento para empresas, a través de préstamos directos que les otorga o a través de la compra de títulos de deuda.

Instituciones crediticias de desarrollo

Estas instituciones obtienen recursos de aportaciones que les proporciona el Gobierno Federal, aunque también de préstamos del exterior y a través de la emisión de bonos y de aceptar depósitos. Se encargan de proporcionar recursos a actividades y sectores considerados estratégicos en una economía (Castillejos, 1997:53), dado que los bancos comerciales regularmente no les proporcionan créditos.

En el caso de México se encuentran bancos como Nacional Financiera (Nafín), Banco Nacional de Crédito Rural (Banrural), Banco Nacional de Obras Públicas (Banobras), Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext), Banco Nacional del Ejército y la Fuerza Armada (Banjército), aunque también existen los fondos de fomento económico (Ibídem:39-41), que son constituidos por el Gobierno Federal y funcionan a través de algunas instituciones de crédito. Tienen como objetivo, canalizar y estimular el crédito hacia los sectores estratégicos por medio de la banca múltiple. Entre los principales se encuentra: Fira (Fideicomisos instituidos en relación con la agricultura), Fovi (Fondo de operación y descuento bancario y de vivienda), Fidec (Fondo para el desarrollo comercial), Fonatur (Fondo nacional para el fomento al turismo).

Instituciones de ahorro

Estas instituciones también forman parte de las instituciones de depósito, incluyen sociedades de ahorro y préstamos y bancos de ahorro, sus servicios se basan en proporcionar cuentas de depósito a los agentes que tienen superávit en sus ingresos (Ramírez, 2001: 47), para después fondear a los agentes deficitarios. Se componen de diferentes instituciones como: las compañías de seguros, compañías de fianzas y fondos para el retiro.

Estas instituciones canalizan fondos en intervalos periódicos sobre una base contractual y mantienen organizados los pagos que deben aportar a los beneficiarios, para que puedan hacer uso de los fondos en determinado tiempo (Ídem). De tal forma que pueden invertir en activos que no son líquidos ya que no buscan proporcionar liquidez en un plazo corto a sus beneficiarios, por ello invierten en activos de largo plazo como bonos.

Compañías de seguros: Tienen como objetivo asegurar a las personas contra riesgos que siguen a un fallecimiento, enfermedades o daños a la propiedad, mediante pólizas. Cobran una prima a cambio del servicio proporcionado, posteriormente invierten los fondos que reciben en forma de primas hasta el momento en que los usuarios hagan uso del seguro (Cilia, 2007:32). En este lapso pueden invertir sus fondos en bonos.

Estos intermediarios financieros movilizan grandes cantidades de recursos, ya que no todos los seguros son utilizados y el costo de las primas puede ser mayor o menor dependiendo del riesgo que represente por localidad, características del activo, etc., en muchas ocasiones los seguros caducan sin que suceda algún percance, de forma que los usuarios no requieren hacer uso de los activos (Fabozzi, 1996:131). Por esto, las aseguradoras cuentan con grandes montos de ahorros de los usuarios, que al mismo tiempo les permite responder con estos recursos a los usuarios que sí los requieren.

Instituciones de seguros especializadas en pensiones: Estos servicios se destinan a los trabajadores, quienes los contratan en forma de cuentas individuales de ahorro para el retiro y destinan una renta vitalicia en su favor y en el de sus beneficiarios (Licona, 1998:8).

Compañías de fianzas: Cobran una prima inicial para un período determinado y renovaciones hasta que quede la fianza cancelada, cumplen con las obligaciones económicas que los agentes contraen hacia terceros. Son sociedades anónimas que otorgan fianzas a título oneroso (Ibídem:9); el cobro de la prima les permite operar e invertir en títulos financieros como bonos.

Intermediarios de inversión

Se incluyen las casas o sociedades de bolsa y sociedades de inversión, que son intermediarios entre agentes que desean adquirir o vender activos.

Casas de bolsa: Se encargan de intermediar operaciones de compra y venta de activos, cobran una cuota por su operación y por las transferencias que realizan, ofrecen servicios de colocación de valores recién emitidos y también ofrecen asesorías sobre fusiones y reestructuraciones corporativas (Castillejos, 1997:65).

Fondos mutualistas de inversión, que en México son llamados Sociedades de inversión: Se encargan de vender acciones a diferentes agentes y con los fondos obtenidos compran portafolios, diversificándolos en instrumentos financieros (Ídem). Permite a sus beneficiarios reducir costos de transacción, ya que adquieren en paquete los activos financieros. Los accionistas pueden vender sus valores en el momento que quieran, sin embargo, el precio al que se venden dichos activos dependerá del valor que la sociedad determine.

En México existen, Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES): Su objetivo es invertir los recursos previamente canalizados por las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), que son instituciones que canalizan los ahorros para el retiro (Ibídem:67). Las SIEFORES reciben de las AFORES los recursos y los invierten en instrumentos y valores que puedan generar beneficios, sin dejar de preservar el valor de los ahorros de los trabajadores.

Sociedades Financieras de Objeto Múltiple: Estos intermediarios canalizan los recursos que provienen de la colocación de instrumentos de deuda y después las empresas los obtienen a través de créditos.

Uniones de crédito: Estos intermediarios no tienen fines de lucro, sus servicios se concentran en ofrecer préstamos provenientes de los fondos que tienen por concepto de una cooperativa para prestar a sus miembros (Licona, 1998:8).

Mercado de bonos

De acuerdo a lo anterior, las instituciones financieras no bancarias captan los recursos y los utilizan como inversión en instrumentos del mercado financiero, dado que usualmente los servicios para los que dedican sus funciones son a plazos largos y pueden disponer del efectivo captado para invertirlo en diversos instrumentos y obtener una ganancia; estos instrumentos pueden ser de corto o de largo plazo, tales como bonos y acciones.

Estas instituciones están al servicio de los usuarios, en algunos casos con el fin de captar depósitos en forma de ahorro, para responder posteriormente a las obligaciones por las que fueron contratados y otras sólo con el fin de otorgar créditos para financiar proyectos de inversión.

Los recursos con los que cuentan estas instituciones pueden ser utilizados en forma de inversión en los mercados financieros, esto con dos fines; el primero es obtener rendimientos periódicos para incrementar los ingresos de las instituciones que les permita responder a las obligaciones que tienen con los usuarios (Fabozzi, 1996:5). En segundo lugar, con el fin de extender sus operaciones debido al incremento de ganancias; como la mayor parte de las instituciones responde a obligaciones de largo plazo, invierten en títulos que sean seguros o con riesgo bajo y que les permita obtener rendimientos periódicos o al vencimiento en el largo plazo, tales como bonos, dado que estos instrumentos son de riesgo menor y tienen plazos de vencimiento de largo plazo.

El efecto que causa este flujo de fondos impacta en dos sentidos: el primero es que las instituciones financieras no bancarias logran obtener ganancias invirtiendo en estos títulos de largo plazo, que les permite hacer frente a las obligaciones que tienen con los usuarios de sus servicios o para extender las operaciones que realizan. Como segundo impacto, inyectan liquidez al mercado

en el momento en el que adquieren activos no tan líquidos, de modo que el emisor de dichos bonos obtiene liquidez necesaria para continuar con sus operaciones.

Las instituciones como empresas y gobierno (en todos sus niveles) son emisoras de bonos, el gobierno es uno de los principales emisores de bonos (Ramírez, 2001:51), dado que estos títulos le permiten financiar su déficit; pero también pueden ser utilizados como instrumento de política monetaria, cuando son emitidos por el Banco central. Mientras que las empresas, pueden utilizar estos instrumentos con el fin de obtener liquidez vía alargamiento de deudas, ya que son instrumentos de largo plazo, que les permite equilibrar sus hojas de balance.

En México, el mercado de bonos está dentro del llamado mercado de deuda, en donde se negocian activos de este tipo, es decir títulos de deuda que pueden ser emitidos por las instituciones ya mencionadas. Sin embargo, se clasifican de acuerdo al tipo de instrumento y dependiendo de su cotización, colocación, del tipo de tasa de ofrece y del riesgo del emisor.

De acuerdo a su cotización se refiere a que se pueden negociar “a descuento” ya que éstos no pagan intereses periódicos, el rendimiento que el inversor obtiene al adquirir estos títulos es comprarlos a un precio menor del que debe pagar al vencimiento (Fabozzi, 1996:93). También se clasifican de acuerdo “a su precio”, lo cuales sí pagan intereses periódicos.

De acuerdo a la colocación se refiere a que los instrumentos pueden colocarse de forma privada o pública, la primera se refiere a la oferta que se hace a un grupo de personas específicas, la información de estos títulos no se da a conocer a todos los participantes del mercado, sólo al grupo al que va dirigido (Ibídem:314).

La colocación pública se hace mediante boletines o comunicados, se realizan subastas o también mediante la asignación “sindicada”, es decir, cuando ya existe una lista de clientes con los que se negociarán estos títulos.

Si se clasifican de acuerdo a la tasa que ofrecen, o sea a una tasa fija o variable o indizada (liga a la inflación o tipo de cambio), depende de la forma en la que se haya pactado el instrumento. La tasa fija paga intereses que no cambian durante el plazo, (Banco de México, 2016: en línea

<http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html>)
 en el caso de la tasa variable se refiere a la tasa que cambia durante el tiempo.

Y si se clasifica de acuerdo al riesgo del emisor, se refiere a la capacidad que tiene el emisor en pagar el instrumento (Fabozzi, 1996:231). Para esto, las calificadoras se encargan de medir la capacidad que tienen los emisores, es decir midiendo el riesgo de crédito.

Banco de México proporciona información de acuerdo al tipo de instrumentos que cada emisor realiza, en el cuadro 1, se aprecian los instrumentos de deuda de acuerdo a su clasificación oficial.

Los instrumentos que son relevantes para esta investigación son los Certificados de la Tesorería (Cetes), Bonos M, Udibonos y bondes, así como bonos respaldados por hipotecas y certificados bursátiles.

**Cuadro 1
Instrumentos del Mercado de Deuda**

Emisor	Instrumento
Gobierno Federal	Certificados de la Tesorería (Cetes) Bonos de Desarrollo (Bondes) Bonos M Bonos denominados en UDIs (Udibonos)
Instituto para la Protección al Ahorro Bancario	Bonos IPAB (BPA, y BPAT y BPA182)
Empresas paraestatales e instituciones públicas	Certificados bursátiles y bonos
Banca comercial	Aceptaciones bancarias Certificados de depósito Bonos bancarios Certificados bursátiles Obligaciones bancarias y pagarés
Empresas privadas	Papel comercial Obligaciones Privadas Certificados de Participación Ordinaria (CPO y CPI) Pagarés Certificados bursátiles
Gobiernos estatales y municipales	Certificados bursátiles

Fuente: Banco de México, 2015: <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html#Mercadosdedeuda>

Los Cetes son instrumentos que emite el Gobierno Federal, realizan una sola amortización (reembolso de la deuda en un solo pago) y se pueden fijar a plazo de 28, 91, 182 y 364 días, aunque también se fijan a otros plazos (Ramírez, 2001:50).

Bonos M, Udibonos y Bondes: son instrumentos emitidos por el Gobierno Federal, que tienen un valor nominal de 10 pesos y se cotizan a precio. Los bonos M devengan intereses cada 182 días y al vencimiento del instrumento se paga el valor nominal. La tasa de interés que pagan los cupones de dichos instrumentos es fija a lo largo de la vida del bono y el rendimiento del mismo bono puede variar dependiendo si se conserva a vencimiento o se vende antes de este plazo (Banco de México, 2016: en línea <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html>). Actualmente existen referencias de bonos a 3, 5, 10, 20 y 30 años, aunque se pueden emitir a cualquier plazo siempre y cuando sea en múltiplos de 182 días. Cuando un bono se cotiza en unidades de inversión (UDIs), recibe el nombre de Udibono y cuando la tasa del bono es revisable, se conoce como Bonde.²

Los bonos respaldados por hipotecas son instrumentos que deben tener previamente un fideicomiso que constituya créditos hipotecarios (pagos que usuarios realizan sobre sus créditos hipotecarios), este fideicomiso sirve para realizar los pagos de intereses y de principal de estos bonos (Ídem). Tienen como objetivo impulsar el sector de la vivienda.

Estos instrumentos se comercializan a través de una institución bancaria o mediante una casa de bolsa, cuando el inversionista acude a comprar este tipo de instrumentos el intermediario con el que acude, se encargará de determinar en qué mercado (primario o secundario) debe negociarse.

Si se realiza en el mercado secundario, en México se hace mediante dos formas; en un mercado interbancario en donde participan bancos comerciales, bancos de desarrollo y casas de bolsa, a través de operaciones vía telefónica o de contacto directo, o bien, mediante un mercado con la clientela, en donde los clientes son aseguradoras, fondos de inversión, personas físicas, morales o

² Banco de México (2015)
<http://www.bancomexico.gob.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html>

extranjeras, intermediarios del exterior, arrendadoras financieras, sociedades de inversión, Siefos, estados, paraestatales y tesorerías de empresas. Estas operaciones se realizan al igual que en el mercado interbancario.

Conclusión

El sistema financiero ha adquirido mayor importancia en los últimos años, los objetivos que tiene se han especializado debido al desarrollo de las instituciones participantes, de las innovaciones financieras y del uso de la tecnología en éste.

El mercado de bonos tiene como función financiar a los agentes deficitarios, proporcionar liquidez y aplazar las deudas, estos instrumentos cambian su forma de acuerdo al tipo de emisor o al tipo de inversión que desean los acreedores.

El papel que tienen los intermediarios financieros en este proceso es crucial, dado que permiten esta interacción y la realización de dichas operaciones.

En el caso de las instituciones financieras no bancarias como se ha mencionado, su papel cada vez es más relevante, ya que son los principales demandantes de títulos financieros de largo plazo y son los agentes que proporcionan liquidez en el mercado, a través de la compra en grandes montos de estos títulos.

México ha desarrollado su mercado de bonos con instrumentos especializados y con diferentes objetivos, esto ha permitido que el estado financie sus operaciones. La emisión de certificados bursátiles que son emitidos por empresas privadas, también ha tomado relevancia en el mercado.

El impulso sobre la emisión de instrumentos en el mercado de deuda es parte del desarrollo de los mercados financieros. La inclusión de éste en el mercado financiero internacional, implica que las instituciones deben formalizar y profesionalizar sus actividades en un mayor rango, adecuándose a la demanda de instrumentos financieros en el exterior y capacitando al personal para la realización de operaciones financieras sofisticadas.

Capítulo 2

Función de los bonos en el financiamiento de la inversión

Las instituciones financieras tienen un papel central en el sistema económico, a través de ellas se crea dinero y se otorga financiamiento hacia las instituciones que lo requieren. De esta forma, la banca se convierte en la única institución con la facultad de crear dinero de curso legal, emitiendo pasivos contra sí misma; mientras que el mercado de capitales se encarga de distribuir los recursos a través de la recolección del ahorro proveniente de la inversión y transformarlo en ahorro financiero vía acciones y bonos.

Los bonos son títulos de deuda, emitidos por instituciones financieras y no financieras, que tienen como objetivo otorgar liquidez a la entidad emisora; mientras que al acreedor de dicho instrumento se le concede una serie de pagos por concepto de intereses.

Estos instrumentos son comerciados en un mercado financiero organizado, que tiene como fin intermediar los recursos reales de la economía.

Bajo este contexto, en el presente capítulo se discute el funcionamiento del mercado de bonos en el financiamiento de la inversión, bajo tres perspectivas diferentes: En el primer apartado se presenta el análisis de Keynes sobre el fondeo y el financiamiento, de acuerdo a esta postura el sistema bancario otorga financiamiento de corto plazo y el mercado de capitales canaliza el ahorro en forma de instrumentos financieros. Estos instrumentos son adquiridos por las instituciones; los cuales anulan las deudas contraídas con la banca. Sin embargo, Keynes advierte que el mercado de capitales es altamente inestable al existir incertidumbre que se expresa en la búsqueda de ganancias financieras. Estas actividades son organizadas por parte de los inversionistas institucionales y son tratadas a través de la Teoría de la Preferencia por la Liquidez.

En el segundo apartado se analiza el planteamiento de Kalecki sobre el financiamiento de la inversión, a través de los fondos internos de las empresas y la intervención de los fondos externos generados por el sistema bancario y el mercado de capitales. Kalecki postula el término de riesgo creciente para analizar

las limitaciones a las que se enfrentan las empresas al acceder a los fondos externos.

En el tercer apartado se presenta el análisis de Minsky sobre el mercado de capitales. Para este autor, el sistema bancario está dedicado a financiar la inversión, mientras que el mercado de capitales fondea a las instituciones bancarias. Rechaza la Teoría de la Preferencia por la Liquidez bajo el argumento que los precios de los títulos financieros y la tasa de interés tienen un movimiento cíclico, resaltando la presencia de innovaciones financieras y la estructura de endeudamiento de las empresas. Finalmente, en el último apartado se presentan las conclusiones.

Keynes: Financiamiento bancario y fondeo

La demanda de dinero (M) se compone de dos motivos M_1 y M_2 , en palabras de Keynes (1979:9) es “el monto de efectivo retenido para satisfacer los motivos transacción y precaución M_1 , y la cantidad guardada para satisfacer el motivo especulación M_2 ”. En este planteamiento existe un monto de dinero que se relaciona con la demanda efectiva³, ya que “no responde a cualquier influencia, excepto al acaecimiento real de un cambio en la actividad económica y en el nivel de ingresos” (Keynes, 1936:199). Mientras que el segundo monto de la demanda de dinero M_2 está sujeto a la incertidumbre, en tanto se relaciona con los cambios en la tasa de interés “debidos a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos” (Ídem).

Keynes introduce en su análisis la Teoría de la Preferencia por la Liquidez (TPL), donde se consideran las funciones de preferencia por la liquidez L_1 y L_2 , correspondientes a M_1 y M_2 , “ L_1 es la función de liquidez correspondiente a un ingreso Y , que determina M_1 , y L_2 es la función de liquidez de la tasa de interés r , que determina M_2 ” (Ídem, 201), es decir:

³ En palabras de Keynes: “El volumen de trabajo N que los empresarios deciden emplear depende de la suma (D) de dos cantidades, es decir D_1 , la suma que se espera gastará la comunidad en consumo, y D_2 , la que se espera que dedicará a nuevas inversiones. D es lo que antes hemos llamado *demanda efectiva*”. (Keynes, 1943:58).

$$M = M_1 + M_2 = L_1 (y) + L_2 (r)$$

La TPL muestra cómo los individuos distribuyen sus ahorros: el monto de dinero destinado para atesorar y el monto de dinero que se mantiene bajo la forma de ahorro financiero, dicho de otro modo, aquel que se introduce al mercado de capitales y se transforma en títulos financieros.

A través de la TPL se relaciona el motivo especulación M_2 con la tasa de interés. Los individuos decidirán mantener sus ahorros bajo la forma de títulos financieros una vez que la tasa de interés varía en el tiempo; las expectativas sobre el comportamiento de la tasa de interés influirán sobre esta distribución, si se prevé que aumente la tasa de interés en el futuro, el precio esperado de los bonos será menor que el precio actual y con ello, disminuirá el ahorro financiero, aumentará el atesoramiento y la preferencia por la liquidez (Levy, 2013:63).

Una vez que el nivel de la tasa de interés varía en el tiempo, el impacto que tendrá sobre el precio de los títulos financieros propiciará la compra y venta de títulos en determinados períodos, dependiendo de las condiciones del mercado, sean alcistas o bajistas. Keynes (1936:153) sugiere que en el mercado se crean previsiones sobre el precio de los títulos financieros con el objetivo de obtener ganancias financieras:

[...] porque las diferentes personas estimarán de modo diverso las probabilidades y cualquiera que difiera de la opinión predominante, tal como se manifiesta en las cotizaciones del mercado, puede tener algún motivo de peso para conservar recursos líquidos con el fin de realizar una ganancia.

Es así que no existe certidumbre sobre el precio futuro de los títulos financieros, únicamente se hacen previsiones de largo plazo sobre su comportamiento; el cual está sujeto a los movimientos de la tasa de interés de largo plazo. Keynes (1936:151) argumenta que “la tasa de interés es la recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado”, ya que se adquieren títulos financieros con la expectativa de obtener ganancias financieras.

La tasa de interés es una variable monetaria e independiente del ahorro y la inversión. Keynes señala las diferencias entre la tasa de interés de corto plazo y la de largo plazo: la primera está determinada por la autoridad monetaria y no está sujeta a gran inestabilidad; mientras que la segunda está sujeta a las expectativas, “la tasa de interés de largo plazo del mercado, dependerá no solamente de la política actual de la autoridad monetaria sino también de las previsiones del mercado concernientes a lo que seguirá en el futuro” (Ibídem, 204). Esto significa que es más inestable y volátil por las condiciones de incertidumbre prevalecientes en el mercado de capitales, ya que “cualquier nivel de interés que se acepte con suficiente convicción como probablemente duradero será duradero” (Ídem).

La tasa de interés de largo plazo es importante por la incidencia que tiene sobre el nivel de transferencia de ahorro real en ahorro financiero, es decir el nivel de liquidez que se mantiene bajo la forma de títulos financieros o la que se atesora. Esta tasa de interés afectará inversamente al precio de los títulos financieros, los cuales representan el valor de los activos financieros:

si las perspectivas sobre el futuro son malas, los agentes esperan que suba la tasa de interés (lo cual también provocará previsiones de reducción en los precios de los bonos) porque los tenedores de estos títulos buscarán desprenderse de ellos (los venderán), aumentando de manera inmediata la preferencia por la liquidez (Levy, 2001:50).

Keynes incorpora el precio de demanda como uno de los determinantes de la inversión, siendo éste “el valor actualizado de los rendimientos futuros” (Levy, 2013:65), este valor corresponde al precio de los títulos financieros; y es utilizado como “indicador de ganancias, que son los rendimientos futuros actualizados sobre la base de una tasa de interés” (Levy, 2001:47).

En ese sentido, también introduce el término “precio de oferta”, entendido como el “precio que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del mismo” (Keynes, 1936:125), el cual corresponde al precio de reposición de maquinaria y se diferencia con el precio de mercado de ésta (Levy 2001:48).

Si el precio de demanda es mayor que el precio de oferta, la inversión se llevará a cabo.

Levy (1998:9) sostiene que “las instituciones monetarias desarrollan instrumentos financieros que transfieren el ingreso de unidades superavitarias a unidades deficitarias y también crean dinero”. A través de las instituciones financieras se provee financiamiento para la inversión, sea de largo plazo por medio del mercado de capitales o bien, de corto plazo mediante créditos bancarios (Levy, 2013:131).

La banca crea dinero emitiendo pasivos monetarios contra sí misma (Ibídem, 76), este dinero lo demandan las instituciones en forma de créditos para inversión.

Por su parte, el fondeo constituye una parte fundamental en la estabilidad del sistema financiero, con la emisión de títulos financieros que recolectan el ahorro generado por la inversión, las hojas de balance pueden equilibrarse; cada vez que las instituciones generan ganancias, mayores ingresos y un monto de ahorro que puede ser transformado en ahorro financiero bajo la forma de acciones y bonos que permiten cancelar las obligaciones de corto plazo con el sistema bancario.

Con la emisión de bonos se “atrae el ingreso no consumido de los agentes superavitarios (familias)-generado en la producción- y garantiza el financiamiento de largo plazo” (Levy, 2013:65). En consecuencia, las instituciones requerirán financiamiento de corto plazo para el período de producción (inversión) y podrían tener obligaciones en el corto plazo, emitidas para el largo plazo (Keynes, 1937b:3) a través de estos instrumentos.

Las instituciones financieras no bancarias movilizan los ahorros generados por la inversión, éstos son reinvertidos en el mercado de capitales mediante la compra de títulos financieros que garantizan liquidez para las instituciones emisoras de instrumentos. Estas instituciones ejercen la función de intermediación entre agentes superavitarios (familias) y deficitarios (empresas)” (Levy, 2013:133).

La característica que hace atractivos a los títulos financieros, depende de la estructura dominante: la emisión de acciones implica un compromiso de pago de

dividendos periódicos, con la salvedad de que en diferentes períodos de pago, las empresas pueden abstenerse de pagar dichos dividendos para reinvertir estas ganancias en la propia empresa. Sin embargo, si éstas quiebran, no tienen ninguna obligación o compromiso de pago con los acreedores de estos títulos. En el caso de los bonos, las instituciones se comprometen a pagar intereses a los acreedores; la ventaja que se obtiene de estos instrumentos, es el tiempo de vencimiento al que éstos se pactan, ya que al emitirlos y comerciarlos se obtiene liquidez, permitiendo que las deudas se aplacen a otros períodos y las empresas están obligadas a hacer frente a estos compromisos.

De acuerdo a lo anterior, el proceso mediante el cual las instituciones logran fondar la inversión, supone el desarrollo de un mercado organizado en el que participan diversas instituciones financieras, Keynes (1936:138) argumenta que:

Con el desarrollo de mercados de inversión organizados, ha entrado en juego un nuevo factor de gran importancia que algunas veces facilita la inversión, pero también contribuye a veces a aumentar mucho la inestabilidad del sistema.

El financiamiento de la inversión a través del mercado de capitales es inestable si predominan las condiciones de incertidumbre: “puede preverse que aumenten las tasas de interés y la preferencia por la liquidez, lo cual impedirá que el financiamiento se anule con un mayor ahorro financiero” (Levy, 2013:136). Si el precio de demanda de los títulos financieros se revalúa constantemente, producirá que en el mercado de capitales dominen posiciones sobre este precio, e impidan que el mercado suministre financiamiento para la inversión.

En el mercado secundario se genera “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” (Ibídem,65), este factor impide que las hojas de balance se equilibren mediante la emisión de títulos financieros.

Keynes (Ibídem, 163) señala que existen inversionistas profesionales que se dedican a anticipar los cambios en el precio de los títulos financieros, previendo

cambios en el mercado que les permita obtener ganancias financieras. Estos inversionistas poseen más conocimientos que los inversionistas individuales:

Porque la mayoría de estas personas, no está, de hecho, dedicada en primer término a realizar previsiones superiores a largo plazo respecto al rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, sino a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general posee.

Estos inversionistas buscan obtener ganancias financieras en el mercado de capitales, lo cual genera inestabilidad, debido a que no tienen como objetivo obtener financiamiento para la inversión, sino ganancias financieras.

El financiamiento de la inversión a través del mercado de capitales, podría ser inestable si predomina la incertidumbre y la especulación. De lo contrario, el proceso de fondeo se realiza de manera estable y el mercado de capitales provee financiamiento a las empresas ampliando los planes de inversión.

Financiamiento de la inversión y riesgo creciente

Kalecki (1956:179) analiza los determinantes de la inversión. Para este autor las decisiones de inversión D_t se verán afectadas por tres factores; el primero es la variación de las ganancias (P) por unidad de tiempo, denotado como $\frac{\Delta P}{\Delta t}$, este factor relaciona las ganancias con los precios actuales de los bienes de inversión, de modo que P se convertirá en las ganancias brutas totales⁴. Cuando aumentan las ganancias por unidad de tiempo los planes de inversión pueden ampliarse, ya que los proyectos que antes eran considerados incosteables, ahora tienden a ser atractivos; esto significa que el efecto que tiene $\frac{\Delta P}{\Delta t}$ sobre D_t es positivo.

El segundo factor que afecta a D_t , es el acervo de capital fijo (K); este factor tiende a reducir los planes de inversión, ya que “cuando ingresan a una actividad

⁴ De acuerdo a Kalecki (1956:130) estas ganancias son las que quedan después de pagar impuestos, y están deflacionadas con los precios de los bienes de inversión

nuevas empresas, se tornan por ende menos interesantes los planes de las empresas establecidas” (Kalecki, 1977:130). La acumulación de equipo de capital tiene un efecto negativo sobre D_t . Y si se deflaciona K , el valor queda denotando como las variaciones del acervo del equipo de capital $\frac{\Delta K}{\Delta t}$.

Y el tercer factor que afecta “las decisiones de invertir se relacionan estrechamente con la acumulación “interna” de capital o sea con el ahorro bruto de las empresas” (Kalecki, 1956:98), el cual se deriva de las ganancias corrientes G_K . Este último factor G_K , está en función de la inversión bruta y del consumo de los capitalistas de períodos anteriores, $G_K (I + C_K)$. Lo cual supone, que la acumulación interna proviene de recursos propios de los capitalistas, que además serán volátiles porque dependen de las ganancias corrientes y del gasto que realizan en inversión y consumo.

Bajo este esquema, la inversión provee el ahorro necesario para financiarla (Kalecki, 1977:100).

El ahorro bruto (S), se compone de la depreciación y de las utilidades no distribuidas, incluidos los ahorros personales invertidos a través de la suscripción de acciones (Ídem); lo cual supone la relación entre el capital productivo de las empresas y el capital financiero que puede ampliar los planes de inversión.

Entonces, el mercado de capitales amplía los planes de inversión y otorga opciones de financiamiento para las empresas. Empero, si la proporción de financiamiento a través de este mercado está por encima de la capacidad de las empresas, el riesgo de pérdida incrementa. Kalecki introduce el término de *riesgo creciente* para explicar el grado de riesgo al que se enfrentan las empresas al llevar a cabo las decisiones de inversión.

Supóngase que el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido sólo una parte de su capital en la empresa y el resto lo ha colocado en bonos de mercado firme, obtendrá aún algún rendimiento neto sobre su capital; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por hacer desaparecer el negocio (Kalecki, 1977:124).

El riesgo creciente implica que las empresas se enfrentan a un mayor grado de pérdida a medida que la inversión incrementa, sobre todo cuando ésta es financiada a través de préstamos. Las decisiones de inversión D_t son importantes debido a la influencia que tienen sobre el nivel de endeudamiento.

Existe una relación estrecha entre los tres factores que determina a D_t :

$$D_t = aS + b \frac{\Delta P}{\Delta t} - c \frac{\Delta K}{\Delta t} + d$$

Donde el coeficiente a indica en qué medida se incrementa D_t , ante aumentos en S , si las empresas incrementan los ahorros internos por debajo del ahorro total, el valor del coeficiente a será menor a uno; lo mismo sucederá si los ahorros son reinvertidos, y las ganancias y el acervo de capital no varían en el tiempo; este coeficiente será mayor a cero, pero menor a la unidad. El valor del coeficiente b es positivo y el coeficiente d es una constante sujeta a cambios de largo plazo y a cuestiones tecnológicas; de modo que d varía de conformidad con el volumen de equipo de capital (Kalecki, 1977:138).

El hecho de que a sea menor a uno significa que los ahorros no son reinvertidos en su totalidad⁵ (Kalecki, 1956:128), la importancia de este valor recae en el nivel de riesgo al que se exponen las empresas, “cuanto mayor sea la inversión en relación con el capital de empresa mayor será la reducción de ingresos del empresario en caso de un fracaso de sus negocios” (Kalecki, 1977:124), si el empresario invierte todo su capital su ingreso será nulo y la situación a la que se expone será peor, si pidió préstamos, “cuanto mayor, pues, sea la cantidad obtenida en préstamo, mayor el peligro de semejante contingencia” (Ídem).

Los ahorros internos de las empresas permiten absorber fondos externos con mayor rapidez, pero pueden incrementar el riesgo de las empresas. Levy (2001:65) denomina a S como fondos internos y argumenta que el coeficiente a puede ser menor a la unidad debido al riesgo creciente, si los fondos internos son

⁵ A excepción de que los ahorros sean reinvertidos y las demás variables permanezcan constantes.

invertidos en su totalidad las empresas se enfrentan a limitaciones en el mercado o tendrán dificultades por reinvertir en nuevos mercados que podrían ser altamente riesgosos.

Steindl (1945:33) sostiene que cuando la inversión real es financiada a través de endeudamiento, las ganancias potenciales podrían incrementar, así como el riesgo al que se enfrentan. A medida en que incrementa el monto invertido con relación a los fondos internos de la empresa, mayor riesgo de no valorizar el capital adelantado (Levy, 2001:58).

La acumulación de capital de las empresas determina su acceso al mercado de capitales, el cual podría ampliar los planes de inversión y disminuir el riesgo creciente, una vez que la inversión está fijada de acuerdo al coeficiente α . Adicionalmente, acceder al mercado de capitales podría amortizar los créditos bancarios, que son otro tipo de recursos externos a los que las empresas pueden acceder para financiarse; en palabras de Kalecki (1977:100):

Si por medio de créditos bancarios se financian inversiones adicionales, el gasto de las cantidades en cuestión causará que una cantidad igual de ganancias ahorradas se acumulen en forma de depósitos bancarios. Por esta razón, los capitalistas que inviertan tendrán la posibilidad de emitir bonos en cierta medida para amortizar así los créditos bancarios.

Entonces, el sistema bancario emite dinero y provee financiamiento para la inversión a través de créditos; las grandes empresas acceden a mayor financiamiento con menores costos (Levy, 2000:1057), ya que son sujetos de crédito en el sector bancario y además tienen la capacidad de emitir acciones. Estas grandes empresas generan mayores ganancias, provocando que en los períodos siguientes los fondos internos con los que cuentan incrementen; y al mismo tiempo éstos determinarán mayores volúmenes de financiamiento a un menor costo.

El riesgo creciente al que se enfrentan las empresas provocará que de manera desigual se distribuyan los fondos externos, es decir el crédito bancario y la suscripción de títulos en el mercado de capitales.

Las limitaciones a las que se enfrentan las empresas en el mercado, están relacionadas con el tamaño de capital con el que cuentan, ya que esto determina el acceso al capital rentista que pueden obtener. Si se emiten bonos por encima de su capacidad, no podrá colocarlos en el mercado ante la tasa de interés que prevalece en éste y si emiten bonos a una tasa mayor, podría causar dudas sobre su solvencia (Kalecki, 1956:93).

El riesgo creciente se puede observar cuando las empresas emiten más valores en el mercado de capitales: los dividendos sufrirán una mayor merma en caso de un fracaso del negocio (Kalecki, 1977:125). Si las empresas emiten acciones, éstas deberán generar rendimientos a una tasa igual o mayor a la del período anterior para no tener pérdidas sobre la inversión. Del mismo modo, si se venden acciones, el precio de éstas no debe ser demasiado bajo en relación con las ganancias esperadas. Así mismo, si se emite un mayor número de acciones, el grupo controlador de la empresa podría perder la influencia que tiene sobre ésta (Ídem:126).

Por tanto, es importante que las “empresas fijen su inversión a un nivel inferior al capital de las empresas y mantengan parte de ésta en títulos” (Kalecki, 1971:124)⁶.

La emisión de títulos financieros tiene dos objetivos principales, en primer lugar, amplía los planes de inversión y en segundo lugar equilibra las deudas para amortizar los créditos bancarios de corto plazo.

Sin embargo, la capacidad de las empresas para acceder a estos recursos estará determinado por la acumulación interna. La importancia de los fondos internos en el análisis de Kalecki es vital, puesto que está relacionado con el acceso al mercado de capitales y con el riesgo creciente al que se enfrentan las empresas.

⁶ Aunque esta cantidad se verá limitada, ya que “los accionistas no estarán dispuestos a compartir el monto total de la tasa de ganancia con un mayor número de agentes” (Levy, 2000:1059).

Mercado de bonos e inestabilidad financiera

Para Minsky (Levy, 2001:60) la incertidumbre es relevante en el análisis del financiamiento de la inversión por el efecto que tiene sobre la inestabilidad de las carteras financieras. Estas carteras se componen de flujos de efectivo que están condicionadas a la actividad económica, en otras palabras, provienen de ventas corrientes y costos, así como de préstamos de dinero y de réditos de los activos financieros. De esta forma, los flujos de efectivo no sólo están relacionados con el sector productivo sino también con el sector financiero.

Las empresas pueden obtener financiamiento a través de los préstamos bancarios. La banca se convierte en el principal agente proveedor de financiamiento, mientras que el mercado de capitales fondea a la banca y provee liquidez a través de los títulos financieros, Levy (2013:129) explica que:

[...] los mercados de capitales no financian directamente a los prestatarios, función que asume la banca, y que dichos mercados otorgan liquidez a mercados no líquidos, sean títulos financieros bancarios o no bancarios. El incremento de liquidez se realiza a través de innovaciones financieras, que crean títulos sobre diversos activos subyacentes.

Minsky supone que los créditos son de corto plazo y financian a la inversión, dichos créditos son emitidos por la banca comercial, quien puede emitir un mayor número de créditos, obteniendo liquidez a través de la venta de activos en el mercado de capitales. De modo que el mercado de capitales otorga financiamiento a la banca comercial, mientras que esta última financia directamente a las empresas.

A través de este proceso la incertidumbre prevaleciente en el mercado de capitales, se traslada a la banca comercial, quien determina el volumen de créditos que otorga hacia los poseedores de activos reales o bien, a los accionistas poseedores de títulos financieros. Esta revisión de criterios acerca del otorgamiento de créditos, causará un impacto en el precio de los títulos financieros, “un aumento en los préstamos pedidos para poseer acciones

acompaña a un aumento en el deseo de financiar mediante deuda la adquisición de bienes de capital. De tal suerte, con una oferta fija de acciones suben los precios de mercado de ellas” (Minsky, 1987:132).

Los cambios en el precio de los títulos financieros tienen efectos sobre el ciclo económico, “la variación sobre la percepción del futuro (expectativas) se reflejará en movimientos de las carteras que repercutirán en la inversión y en el nivel general del ingreso” (Levy, 2001:60). Por ello, la incertidumbre se manifiesta a través de las expectativas, lo cual genera inestabilidad en las carteras financieras y a su vez, en el nivel del ingreso.

Por ello, Minsky presta atención en la demanda de dinero, para el autor, el dinero es semiendógeno, ya que existe un mercado de capitales que otorga liquidez a activos no líquidos “el aumento en los precios de los títulos financieros es una de las condiciones para que su emisión vuelva endógena la masa monetaria” (Levy, 2013:144), a través de este mercado se crea liquidez.

La demanda de dinero que plantea Minsky señala que el motivo incertidumbre no sólo se verá reflejado a través de los movimientos en la tasa de interés que determina la banca, sino también a través de los cambios en el precio de los títulos financieros, que tendrán movimientos independientes al de la tasa de interés, ya que “la tasa de interés es semiendógena y se mueve en función de las reservas bancarias y de la sucesión de los ciclos” (Levy, 2013:145).

La demanda de dinero la reescribe de la siguiente manera (Minsky, 1987:86):

$$M = M_1 + M_2 + M_3 + M_4 = L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F) - L_4(NM)$$

Donde la incertidumbre se ve reflejada en la preferencia por la liquidez L_2 , ya que está en función del precio de los bienes de capital y cualquier aumento en la demanda de dinero, genera cambios en la preferencia por la liquidez, lo cual tendrá efectos sobre la tasa de interés y sobre el precio de los títulos financieros.

Con base en lo anterior, la incertidumbre se verá reflejada en los cambios en el precio de los títulos financieros.

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, de manera autónoma, afectan a los portafolios financieros, y a los ciclos económicos (Levy, 2013:141)

La variabilidad del precio de los títulos financieros genera inestabilidad en las hojas de balance, ya que su objetivo estará orientado a la obtención de ganancias financieras.

Bajo este contexto, Minsky analiza el ciclo económico: Cuando el ciclo de financiamiento comienza, los bancos comerciales están dispuestos a incrementar el nivel de sus préstamos, “la sola presencia de financiamiento externo permite la ampliación del volumen de la inversión” (Levy, 2001:62); y que los bancos comerciales fondeen sus carteras a través de la diversificación de las mismas, ya que tienen la “capacidad de refinanciar sus posiciones sobre activos a medida que se producen retiros de depósitos” (Minsky, 1987:132). Mediante la utilización de activos no bancarios como bonos, la banca obtiene recursos para financiar los préstamos que los agentes demandan.

Mientras el ciclo económico se desarrolla, las empresas estarán dispuestas a incrementar su nivel de endeudamiento para financiar sus operaciones, “las familias y las empresas recortan su efectivo y su posesión de activos líquidos en relación con su deuda y los “bancos” incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores” (Ibídem:134). De este modo, los agentes tratarán de administrar sus pasivos para financiar la posición de sus activos (Ídem).

Lo anterior supone que existe mayor riesgo en el mercado financiero, ya que no todos los préstamos son canalizados en la inversión productiva, sino en el posicionamiento de activos financieros, de manera que el nivel de apalancamiento al que las instituciones se exponen, es mayor en cada período.

Minsky retoma el concepto de riesgo creciente de Kalecki, para analizar la inestabilidad del sistema; la cual impide que el proceso de financiamiento de la inversión se lleve a cabo de manera normal.

Los préstamos no sólo financian la inversión de la empresa, sino también las posiciones de los activos financieros como bonos y acciones con las que

cuentan las instituciones bancarias y financieras no bancarias en el mercado de capitales (Ibídem:100):

La adquisición de bienes de capital y la emisión de compromisos para pagar efectivo incorporados en las obligaciones usadas para financiar esas adquisiciones de capital. Si la especulación tiene éxito, entonces los flujos de efectivo, incluso la revaluación de precio de los bienes de capital, resultantes serán más que suficientes para solventar los compromisos de pago debidos a las obligaciones [...] En un mundo con mercado de valores, este tipo de especulaciones por parte de las empresas da por resultado una nueva apreciación del valor de las acciones por parte de la empresa.

Minsky introduce el riesgo del prestatario y el riesgo del prestamista, que se relacionan con la posibilidad de incumplimiento de pagos de la deuda (Levy, 2001:62). Los prestamistas por su parte, harán una evaluación de los flujos de efectivo esperados, tomando en cuenta la probabilidad de que estos no se materialicen, a medida que aumenta la deuda, el riesgo también lo hace (Levy, 2001:62-63). La incertidumbre en torno a la inversión provoca inestabilidad, el precio de oferta y demanda “están expuestos a fuertes fluctuaciones por la sensibilidad de la incertidumbre del prestatario y prestamista” (Ídem), los riesgos a los que se expone el prestatario y el prestamista están determinados por la estructura de endeudamiento, “y ésta depende de la percepción que tengan los agentes productivos sobre el futuro” (Ídem).

Los banqueros especulan con la composición de sus carteras: venden sus posiciones en valores negociables con objeto de financiar préstamos adicionales durante el auge, estos valores deben permanecer en el sistema económico, lo cual se logra a través del ingreso de esos valores en una cartera no bancaria que sustituye el efectivo, atrayendo inversionistas mediante tasas de interés más altas (Minsky, 1975:132).

Las carteras son vendidas a familias, empresas e instituciones financieras no bancarias. Esto significa que el financiamiento por deuda incrementa rápidamente. Al respecto Minsky (Ibídem:134) sostiene que:

Así, el desarrollo de un auge ve la experimentación con pasivos en tres niveles. Las empresas se comprometen más decididamente en el financiamiento por deuda, las familias y las empresas recortan su efectivo y posesión de activos líquidos en relación con su deuda y los “bancos” incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores, especialmente deuda pública. Más todavía, en medida siempre creciente, los bancos dependen de la administración de sus pasivos para acoger deudores, y las empresas deudoras emprenden una activa administración de pasivos para financiar su posición de activos. A decir verdad, la complejidad se lleva más lejos cuando estas instituciones financieras no bancarias usan deuda bancaria, deuda de mercado abierto y bonos de largo plazo para adquirir deudas.

La especulación se genera entre los dueños de los bienes de capital quienes financian su inversión por deuda y con las posiciones de sus activos en el mercado, así mismo los bancos y las instituciones financieras no bancarias especulan con las carteras de activos que poseen, las cuales están relacionadas con bonos y acciones. Finalmente, las empresas y familias especulan sobre las posiciones que tienen en sus activos financieros (Ídem).

Las empresas tendrán diferentes estructuras de endeudamiento⁷, que se verán afectadas por el ciclo económico. Al existir una asimetría en el gasto de inversión y en los ingresos que perciben las empresas, el nivel de sus deudas se elevará por encima de sus ingresos, de tal forma que deberán reestructurar sus pasivos a través de innovaciones financieras. Por ello, durante el auge los agentes se aventurarán a adquirir posiciones⁸ más riesgosas y cuando éstas llegan a su límite deberán vender posiciones o detener la adquisición de activos. En el caso de las empresas esto significa que el financiamiento para la inversión debe

⁷ Las estructuras son las siguientes: Empresas conservadoras que tiene un flujo de ingresos mayor al de sus deudas; empresas con financiamiento protegido quienes igualan sus deudas al flujo de ingresos, y empresas con esquema *ponzi* quienes requieren financiamiento en la inversión inicial y necesitan refinanciar constantemente su deuda (para mayor referencia: Levy, 2001:96-97)

⁸ Minsky (1975:135) argumenta que: el proceso de vender activos o pasivos financieros para cumplir compromisos de pago se llama “formación de posición” constituyendo esa posición la tenencia, por parte de la unidad, de activos que, pese a obtener un ingreso, no poseen mercados en los que se puedan vender con facilidad. En cuanto a las corporaciones, la “posición” que se debe financiar se refiere a los bienes de capital necesarios para la producción; en el caso de las firmas financieras, la “posición” está definida por los activos con mercado secundarios pobres.

reducirse (Minsky, 1987:136-137), mientras que las empresas, familias e instituciones financieras tratarán de vender o reducir sus pasivos para hacer frente a sus obligaciones.

Lo anterior provoca una caída en el precio de los activos, que se ve presionado una vez que las empresas se encuentran en un nivel de apalancamiento por encima de sus posibilidades de pago, de modo que venderán sus activos, presionando más la caída de los precios de los títulos financieros. Este proceso es conocido como deflación de la deuda, término usado por Fisher en “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”. Y sobre ello, Minsky (Ídem) deduce que:

el precio de demanda de bienes de capital derivado de la capitalización⁹ de mercado de las cuasi rentas es mayor que el precio de oferta, pero el riesgo del deudor es tan grande que la inversión resulta menor de la que pueden financiar los fondos internos.

Cualquier fondo interno que la empresa tenga en su posesión, será utilizado para hacer frente a sus obligaciones de pago, generando así que el nivel de ingresos disminuya tratando de equilibrar sus balances. Cualquier disminución en la tasa de interés, no tendrá efectos sobre la demanda de créditos. En consecuencia, la falta de inversión producirá desempleo y con ello “una recesión con estancamiento de profundidad y duración incierta” (Ídem).

El mercado de bonos proporciona liquidez y aplaza las deudas para los agentes, proveyendo recursos para financiar los créditos que otorga la banca. Sin embargo, la incertidumbre respecto al futuro, permite que los títulos sean financiados, emitidos y adquiridos bajo una estructura de pasivos que no se puede empatar en el largo plazo, dadas las condiciones de inestabilidad que se propician en el mercado.

El impacto que tendrá la inestabilidad de las carteras en el ciclo económico puede generar inflación financiera y recesión económica.

⁹ Tasa de actualización de un instrumento financiero (Levy, 2001:61)

Conclusión

De acuerdo con el análisis teórico de los tres autores, se señala que el mercado de bonos es importante en el financiamiento ya que:

- Incrementa los planes de inversión al otorgar liquidez a las entidades emisoras.

- Estabiliza el sistema financiero a través del equilibrio en las hojas de balance, debido a que las deudas de corto plazo contraídas con la banca comercial, se cancelan, una vez que se emiten obligaciones en el largo plazo.

El ciclo económico está estrechamente relacionado con el mercado de capitales, donde las variables financieras afectan al sector real de la economía. Bajo este contexto, la emisión de instrumentos financieros proporciona canales de financiamiento, pero también incentivos para la generación de ganancias financieras que no necesariamente retornan en el sector productivo.

Tal como lo postula Keynes con la TPL, este mercado tiende a ser inestable ante la presencia de incertidumbre; los agentes se aventuran a realizar actividades financieras cada vez más riesgosas con el incentivo de obtener ganancias financieras. Minsky infiere que el ciclo económico se verá afectado por estas actividades especulativas, resultando de ellas, recesión con estancamiento económico.

Entonces, las instituciones deben fijar sus niveles de inversión por debajo de su capital, tal como lo postula Kalecki; de esta forma, el riesgo creciente al que se enfrentan disminuirá y la inversión podrá verse beneficiada a través de este tipo de financiamiento.

Capítulo 3

El mercado de valores en México

El mercado de valores es el espacio en el cual se comercian títulos financieros, vía compra y venta de valores como acciones y bonos. Este mercado asume la función de intermediario financiero al absorber la liquidez de los agentes superavitarios y distribuirla entre los agentes deficitarios. Por ello, este mercado debe garantizar el financiamiento de largo plazo y contribuir en el financiamiento de la inversión.

En el contexto del capitalismo mundial, el sistema financiero mexicano alcanzó un desarrollo tardío. Hasta antes de la década de los 70's, la incidencia que tenía el mercado de valores en el sistema financiero estaba subordinada a la banca comercial; las operaciones con valores eran realizadas a través de la banca y las instituciones financieras no bancarias, eran consideradas como auxiliares de crédito; por lo cual su participación en el sistema financiero era mínima.

Uno de los elementos importantes en el desarrollo del mercado de valores fue la modificación del marco legal de las operaciones realizadas en la Bolsa de Valores y casas de bolsa en la década de los setenta. Este factor le dio independencia y promovió su expansión en la economía como contrapeso a las operaciones de la banca.

El presente capítulo tiene por objetivo discutir el desarrollo del mercado de valores en México desde 1867 hasta el año 2010. El análisis se centra en el mercado de bonos al ser una vía importante para financiar la inversión.

En este capítulo se plantea, que la nacionalización bancaria generó incertidumbre y desconfianza hacia el sector bancario, lo cual tuvo un efecto positivo en el desarrollo del sector financiero, específicamente sobre el mercado de valores, ya que los instrumentos no bancarios se hicieron más atractivos y se promovió la reorganización de los grupos financieros que le dieron un impulso al desarrollo de este mercado, ya que las actividades bancarias se separaron del mercado de valores.

Bajo este contexto, el capítulo se estructura en cinco apartados: En el primero se discuten los antecedentes históricos del mercado de valores; en el segundo se analiza su importancia durante el modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI), entre 1940 y 1980; en el tercero se revisa el auge del mercado de valores durante la nacionalización bancaria; en el cuarto apartado se discute el período de la globalización financiera en el contexto de la firma del Tratado de Libre comercio de América del Norte (TLCAN) y las reformas aplicadas a partir de la década de los noventa. Por último, en el quinto apartado se presentan las conclusiones.

Antecedentes

El mercado de valores está ligado al mercado de bonos y acciones. El seguimiento de dichos mercados se observa a través del desarrollo de la Bolsa de Valores, definida como “el foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México, siendo su objetivo facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad” (Grupo BMV, 2016: en línea); a través de la Bolsa de Valores se colocan estos títulos no bancarios (como bonos).

En México, las actividades bursátiles iniciaron con la negociación de títulos accionarios de empresas mineras en 1850 (CEFP, 2009:14). Con el objetivo de regular estas actividades, en 1867 se promulgó la Ley Reglamentaria de Corretaje de Valores (Ídem).

Posteriormente, en la administración de Manuel González de 1880 a 1884, México incrementó el flujo de capital extranjero directo y de cartera; el volumen de esta inversión se canalizó principalmente en fondos para ferrocarriles y minas (Marichal, 1995:41), lo cual incrementó las operaciones con valores. En consecuencia, en 1886 se constituye la Bolsa Mercantil de México con el fin de generar un espacio para comerciar estos títulos; y en 1895 se inaugura el Centro de Operaciones Bursátiles, Bolsa de México, S.A. (CEFP, 2009:14).

Cuando Porfirio Díaz asume la presidencia, se desarrollaron diversas áreas industriales que impulsaron el crecimiento y la modernización del país, destacando el sector de comunicaciones y transportes (Marichal, 2009:41). Durante este período el mercado de bonos tuvo una participación importante como una forma para financiar al Estado y a las compañías con capital nacional o con concesión al capital extranjero, que estaban orientadas a impulsar las áreas básicas de infraestructura industrial del país. Estos bonos se emitían a través de los bancos establecidos (con capital nacional y extranjero), los cuales no tenían relación con el naciente Centro de Operaciones Bursátiles, Bolsa de México, S.A.

Los bonos emitidos durante este período eran amortizables en 50 y 70 años, empero “hoy día carecen de valor ya que transcurrió la fecha máxima para su cobro y no da acción ni derecho alguno a su tenedor” (Banco de México, 2016:en línea).

El sistema ferroviario fue una de las prioridades durante el Porfiriato; las principales compañías emisoras de bonos durante este período son: la Compañía del Ferrocarril Internacional Mexicano, Compañía del Ferrocarril Nacional de México, Ferrocarriles Nacionales de México, Compañía del Ferrocarril de Veracruz al Pacífico, Compañía del Ferrocarril Panamericano y la Compañía del Ferrocarril Central Mexicano; estos bonos se emitían a través de los bancos establecidos en el país y se adquirían por inversionistas nacionales y extranjeros.

Así mismo, el Gobierno Federal y las distintas entidades estatales emitieron bonos de la Deuda Consolidada¹⁰ entre los cuales destacan bonos de 40 y 10 años. Estos bonos tenían diferentes características relacionadas con la tasa de interés y con la divisa en la que fueron emitidos¹¹; como Marichal (2009:42) lo describe, las operaciones con estos instrumentos consistían en:

El intercambio de variadas y viejas listas de bonos por títulos nuevos con una tasa de interés fija anual de 3%. La conjunción de todos estos mecanismos permitiría, en principio la estabilización de los mercados crediticios locales, y al mismo

¹⁰ Definida como la deuda pública que el Estado reconocía e incluía los intereses acumulados devengados de ésta.

¹¹ En el anexo único se enlistan los bonos emitidos durante este período con sus respectivas características, obtenido de los informes del Banco de México.

tiempo, facilitaría un acceso renovado a los mercados de capital internacional para proyectos de largo plazo.

Sin embargo, la falta de capacidad del Estado para hacer frente a estos compromisos y a causa de “períodos de inactividad bursátil provocados por crisis económicas” (CEFP, 2009:14), generaron que las operaciones concernientes al mercado accionario y de bonos permanecieran bajas, “el gobierno no fue capaz de estimular el desarrollo de un mercado local [...] la dependencia financiera de corto plazo se acentuó durante los años de 1891 a 1893, cuando el gobierno mexicano tuvo que enfrentar otra situación de crisis” (Marichal, 2009:59-60).

En 1908 se inaugura la Bolsa de Valores de México (CEFP, 2009:15), con el fin de incrementar la participación de este sector en la economía y dinamizar las actividades en el sistema financiero, como Villegas (2002:11) sostiene “al finalizar el gobierno de Díaz, había 24 bancos de emisión, cinco refaccionarios y una Bolsa de Valores”.

En 1925 se promulgó la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios, así como los estatutos de la Ley del Banco de México donde se estableció a esta institución como único banco de emisión de billetes y monedas en circulación. Estos factores contribuyeron al desarrollo del sistema financiero, lo cual se materializó en la existencia de 25 bancos de emisión, tres hipotecarios, siete refaccionarios y una Bolsa de Valores (Villegas, 2002:13).

Con el fin de hacer frente a las obligaciones sociales y financieras, el Estado emitió una serie de bonos para cubrir la deuda contraída con los grupos agrarios durante el período de la revolución mexicana; estos Bonos de Deuda Agraria fueron colocados en 1926 (tuvo canjes en 1931, 1932, 1934) para el pago de las expropiaciones agrarias (Galicia, 2001:117). El mercado de bonos estaba estrechamente vinculado al sector público.

En 1933 “comienza la vida Bursátil del México moderno en donde se promulga la Ley Reglamentaria de Bolsas y se constituye la Bolsa de Valores de México, S.A.” (CEFP, 2009:14); a través de esta Ley y de la nueva Bolsa de

Valores se aprueban los estatutos para comerciar títulos no bancarios, dándoles respaldo legal una vez que las condiciones económicas en el país eran estables.

De acuerdo a lo anterior, sí hubo un esfuerzo por generar una plataforma para comerciar títulos no bancarios, sin embargo estas actividades no fueron dinámicas ante la falta de instituciones sólidas que permitieran su expansión. A partir de este año, el sistema financiero no presenta cambios considerables.

Modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones y mercado de valores

Con el propósito de supervisar a la Bolsa de Valores, en 1946 se creó la Comisión Nacional de Valores y unos meses después se emitió el reglamento interno de esta institución. Un año después de su creación, el 15 de Enero de 1947, se publicó el Reglamento Especial para Ofrecimiento al Público de Valores no Registrados en Bolsa, los cuales están relacionados con el mercado de deuda. Y para el 30 de diciembre de 1953 la Ley de la Comisión Nacional de Valores (Villegas, 2002:13) que establecía los lineamientos para la vigilancia e inspección de las instituciones financieras a través de la Comisión Nacional de Valores.

Con el modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI) como eje de crecimiento económico, el sistema financiero fue vinculado al desarrollo interno del país mediante el financiamiento otorgado a la industria; el cual fue controlado por la banca comercial y de desarrollo, dejando poco espacio a la participación del mercado de valores, Minushkin (2002:186) señala que:

La estrategia de sustitución de importaciones existente en este período promovió vínculos más estrechos entre el gobierno y el sector financiero, mediante el otorgamiento directo de créditos a los bancos nacionales de desarrollo y a los conglomerados afiliados financiero-industrial.

El gobierno seleccionó las áreas económicas que debía desarrollar y movilizó recursos a través de los bancos nacionales y de desarrollo. Su objetivo era

“canalizar parte del ahorro nacional a sectores prioritarios de la economía” (Levy, 2001:179).

De esta forma, se conformó un sistema financiero segmentado, ante la reducida participación de las instituciones financieras no bancarias, que podrían permitir su desarrollo homogéneo. En consecuencia, la banca se colocó como la principal institución financiera y el mercado de valores tuvo una baja intervención en la economía.

Para el caso de la emisión de bonos, el gobierno controló la emisión de estos instrumentos, los cuales estaban relacionados con la colocación de la deuda interna y externa del país (Artal, 2002:12), de modo que esta vía de financiamiento no tenía relación con el sector privado.

En 1948 se emitieron algunos bonos con el fin de financiar actividades de infraestructura que el Estado promovía, tales como: Bonos de Promoción Industrial; en 1950 Bonos de Fomento a la Producción Agrícola, un año después en 1951 Bonos de Obras Portuarias, Bonos de Caminos y Bonos de Electrificación y en 1954 los Bonos de Obras Municipales (Galicia, 2001:117). Estos bonos eran emitidos a través de las instituciones bancarias.

A pesar de que las operaciones realizadas en el mercado de valores eran pequeñas en comparación con las actividades bancarias; con el propósito de lograr un desarrollo homogéneo del sistema financiero, en la década de los sesenta, el Estado constituyó oficialmente dos Bolsas de Valores, reconocidas como: la Bolsa de Valores de Monterrey, S.A. de C.V. y la Bolsa de Valores de Guadalajara, S.A. de C.V. (Villegas, 2002:13). Estas instituciones tenían como objetivo desarrollar el mercado de valores; empero a que “la Ley consideraba a las Bolsas de Valores como organizaciones auxiliares de crédito, a pesar de que no lo son” (Ídem), fue imposible alcanzar este objetivo.

En el gobierno de Luis Echeverría en 1970, el Estado tuvo como objetivo obtener otras opciones de financiamiento a través de los títulos gubernamentales de corto plazo, ya que el déficit no era financiado a través de la emisión primaria, por sus efectos inflacionarios. La principal fuente de financiamiento era el encaje

legal¹² y la emisión de títulos de deuda garantizados a la par (Ejea 1991:24); a través del incremento del encaje legal y de las colocaciones no bancarias, el Estado promovió el financiamiento del modelo de desarrollo.

Los bancos de ahorro y de depósito se beneficiaron “reciclando sus recursos hacia títulos financieros. Los bonos, obligaciones, certificados y acciones de instituciones hipotecarias y financieras van sustituyendo a los depósitos a plazo y a la vista” (Ibídem:31). De esta forma, la banca se benefició con la adquisición de estos títulos públicos que le otorgaban atractivos rendimientos.

La relación que mantenía la banca con el Estado continuó acrecentándose durante este período y se materializó en la conversión de la banca comercial en banca múltiple (Ibídem:33). Sin embargo, las normas para su operación se establecieron hasta 1976, fecha en la cual se publicó en el Diario Oficial de la Federación las Reglas de la Banca Múltiple que era “aquella sociedad que tiene concesión del gobierno federal para realizar operaciones de banca de depósito, financiera e hipotecaria, sin perjuicio de otras concesiones para realizar diversas operaciones” (Villegas, 2002:17).

En 1970 se reformó el mercado de valores para establecer legalmente a los grupos financieros privados; para ello se hicieron modificaciones a la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

Tres años después, en 1973 se llevaron a cabo reformas al sistema financiero, donde se permitió la participación de instituciones nacionales en el extranjero, dando “la posibilidad de que las instituciones nacionales establezcan sucursales o agencias en el extranjero, o inviertan en acciones o participaciones en el capital social de entidades financieras del exterior” (Ibídem:34-35); así mismo se permitía mantener depósitos en moneda extranjera dentro del sistema financiero nacional (Ídem). Esto tenía como fin “la integración de los circuitos financieros nacionales con los extranjeros por la vía de impulsar a los bancos a abrir sucursales en el extranjero, colocar títulos de deuda pública en el exterior, facilitar la dolarización y la fuga de capitales” (Ídem). Esta reforma permitió que el

¹² Es la proporción de los depósitos que los bancos no pueden prestar. El encaje legal es un requerimiento que el banco central puede hacer a los bancos y que generalmente se deposita en el banco central (Banco de México, 2016:en línea).

sistema financiero se insertara en el mercado financiero internacional y que el Estado obtuviera recursos del exterior.

En 1975 se publicó en el Diario Oficial de la Federación la Ley del Mercado de Valores, “la Bolsa cambia su denominación a Bolsa Mexicana de Valores incorporando en su seno a las bolsas que operaban en Guadalajara y Monterrey” (CEFP, 2009:14), tal como Villegas (2002:18) argumenta:

[...] promovió el mercado de valores al separarlo del bancario. Así mismo, contribuyó a que la intermediación bursátil se hiciera más profesional al favorecer el desarrollo de personas morales con funciones de agentes de valores (casas de bolsa y restringir la operación de personas físicas (agentes de bolsa).

Entonces, se creó un marco legal que permitió que la Bolsa de Valores superara la fase de institución auxiliar de crédito; para así tener actividades autónomas y acorde a las necesidades de los acreedores de títulos. En el Diario Oficial de La Federación, el 2 de enero de 1975 se estipuló que “el propósito de la Ley era el desarrollar los mercados financieros de México y diversificar el sistema financiero, otorgando un marco legal a los bolseros y mercados financieros”. Así mismo, se establecieron las normas para las casas de bolsa y para restringir las operaciones de los agentes de bolsa, con el fin de proteger a los usuarios.

José López Portillo asumió la presidencia en 1976 y llevo a cabo diversas medidas con el fin de diversificar el sistema financiero, Ejea (1991:52) sostiene que:

López Portillo tomó diversas medidas para impulsar al mercado bursátil; canalización de recursos de la banca privada para capitalizar a las instituciones bursátiles; fomentó la creación de casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales; autorizar la revalorización de activos de las empresas cotizadoras; promulgar la exención fiscal a ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero así como inyectar recursos públicos en este mercado.

El impulso que le dio al mercado de valores tenía como objetivo 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 (Minushkin, 2003:10). Entonces, “el mercado de valores empezó a tener un crecimiento significativo, a través del cual se buscó implantar y desarrollar una política de financiamiento directo a la inversión” (Levy, 2001:187). Pese a este impulso, no se logró establecer un mercado de valores robusto, ya que el número de oferentes y demandantes era reducido y no hubo políticas de fomento que promovieran la emisión de nuevas acciones y la participación de pequeñas y medianas empresas.

En 1977 se llevó a cabo la primera emisión de Petrobonos, cuyo rendimiento era determinado por el precio del petróleo (Banco de México, 2016:en línea), estos instrumentos se emitieron “como consecuencia del auge petrolero y de la necesidad de este sector por desarrollar su infraestructura para atender los niveles crecientes de demanda que se venían dando” (Galicia, 2001:117-118). La participación en la tenencia de estos instrumentos por parte de los particulares y empresas incrementó y el de la banca nacional se redujo, ya que los bancos se negaron a retener estos instrumentos.

Las empresas privadas y particulares concentraban 1.8 millones de pesos en Petrobonos y la banca comercial y de desarrollo, sólo 0.2 millones (Ídem). De lo anterior resultó una nueva estrategia para financiar al Gobierno Federal; con el objetivo de desarrollar un mercado profundo y líquido de valores gubernamentales (Mantey, 2004:198) en 1978 se llevó a cabo la primera emisión de los Certificados de Tesorería (Cetes); en este año el importe operado de estos instrumentos era de 70.1 y en 1979 ascendió a 229.1 miles de millones de pesos (Ejea, 1991:54).

Es así que la emisión de los títulos gubernamentales creció significativamente; la demanda por liquidez y por mayor rentabilidad en el corto plazo, generaron que el mercado de valores operara principalmente como mercado de dinero, justificado por las transacciones de los títulos de deuda gubernamentales.

Por tanto, las operaciones realizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) correspondían en su mayoría a Petrobonos y Cetes: en 1980 representaban 83.5% y un año después 87.2% (Ibídem:63-64).

El boom petrolero y la intervención estatal en la economía provocaron un aumento en el endeudamiento y una fase acelerada de crecimiento económico durante este período (Levy, 2001:192). Sin embargo a partir de 1980 comenzó a declinar el ritmo de crecimiento del conjunto productivo, agudizado por expectativas devaluatorias e inflacionarias (Ejea, 1991:65).

En 1982 se produjo una crisis internacional de gran alcance, las tasas de interés incrementaron, provocando que México entrara en una crisis de deuda externa; esta crisis se “evidenció en el comportamiento descontrolado del índice inflacionario, la dolarización, la fuga de capitales, la devaluación y todo tipo de prácticas especulativas” (Ibídem:71). En consecuencia, se degradó la confianza externa sobre el sector público.

El Estado requirió incrementar el nivel de financiamiento para el pago de la deuda y posteriormente para la negociación de la misma; de esta forma tomó medidas para contrarrestar los efectos de la crisis, los cuales incluyeron, continuar con la emisión de títulos financieros, obligando a la banca a adquirirlos, desregulando la tasa de encaje legal e introduciendo mayor liquidez a la economía.

El peso se devaluó y los bancos nacionales, las empresas estatales y organismos desincorporados y grupos privados nacionales entraron en insolvencia. Ante las medidas tomadas y la incertidumbre prevaleciente, el capital extranjero que tenía vínculos con la banca privada nacional retiró su capital y muchos de los bancos se quedaron en desbalance (Ídem).

Esto provocó que el Estado continuara interviniendo en la economía para estimular al sector financiero y de manera simultánea financiar al sector privado, en un esfuerzo por recuperar la confianza del público.

Nacionalización bancaria y mercado de valores

El 1 de Septiembre de 1982, José López Portillo decretó la nacionalización de la banca privada exceptuando el Banco Obrero y Citibank N.A. (Villegas, 2002:21). Mientras que los intermediarios financieros no bancarios se desvincularon de las instituciones de crédito, posibilitando que este sector contribuyera al desarrollo del sistema financiero:

“Los intermediarios financieros no bancarios estuvieron ligados históricamente a las instituciones de crédito, lo cual limitó su desarrollo y propició que el otorgamiento de créditos se condicionara a la contratación o realización de operaciones con intermediarios filiales de bancos. Tanto para el correcto desenvolvimiento de los mercados financieros, de las instituciones que lo integran y de sus instrumentos, como para la protección de los intereses del público, se hacía necesaria la desvinculación de las instituciones de crédito con respecto a ciertos intermediarios no bancarios, posibilitando que cada sector haga su mejor contribución al proceso de desarrollo del país” (Nafinsa, 1985:859).

A partir de este período comenzaron a tomar relevancia las sociedades nacionales de crédito con capital mixto y mayoritario estatal, así como otros intermediarios financieros no bancarios; estas medidas promovieron “un desarrollo del sistema financiero con base en los intermediarios no bancarios privados de los que se esperaba [...] el financiamiento de la inversión productiva que debería acompañar al cambio estructural” (Ejea, 1991:83). Por ello, la banca nacionalizada tuvo una participación delimitada y las casas de bolsa y sociedades de inversión tuvieron la posibilidad de operar en el mercado de capitales como modalidad para financiar la acumulación de capital (Ídem).

En contraste, la banca nacionalizada “pudo sólo formar grupo con: [...] empresas de factoraje financiero, casas de cambio, deshaciéndose de sus inversiones accionarias en otros intermediarios” (Borja, 1991:234).

Con el objetivo de conciliar las relaciones con los ex banqueros, en 1983 se permitió que los particulares participaran hasta en un 34% de las acciones de la

banca nacionalizada y a cambio ceder las acciones de empresas no bancarias que estaban en poder de estos bancos (Ejea, 1991:79-80). Como Minushkin (2003:22) sostiene, el propósito del Estado era:

reprivatizar todas las empresas no-bancarias que hubieran sido propiedad de los bancos, éstas incluían las casas de bolsa afiliadas a la banca, las compañías de seguros y las empresas industriales controladas por los bancos. Las casas de bolsa administrarían las ventas. Todas estas acciones ayudaron a incrementar la actividad en la Bolsa y favorecieron a los bolseros que podían obtener ganancias por las elevadas comisiones

A los ex banqueros se les otorgó una indemnización, que incluía los intereses acumulados desde el decreto de la nacionalización bancaria; para ello, se emitieron Bonos de Indemnización Bancaria, los cuales representaron 10% de la colocación neta de la deuda gubernamental (Levy, 2001:207); y podían comerciarse a través de la Bolsa de Valores.

El sistema financiero presentó cambios importantes; las actividades bancarias fueron restringidas a la captación y otorgamiento de créditos en beneficio del Gobierno, mientras que las actividades de los grupos financieros y las operaciones en el mercado de valores estarían orientadas hacia el sector privado. Estas acciones promovieron las operaciones de instrumentos financieros no bancarios.

En Agosto de 1983 se publicó el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo (PRONAFIDE), el cual “impone el requisito de financiar el déficit público por la vía de colocar títulos de la deuda pública en el mercado de capitales” (Ejea, 1991:80), a través de la colocación de estos bonos, el mercado de capitales se dinamizó en gran medida.

Y se redujo el encaje legal como fuente de financiamiento al gobierno del 50 al 10% (Ídem), lo cual supuso que el sistema bancario redujera drásticamente el financiamiento que otorgaba al sector público, mientras que el Estado se colocó como el principal agente dedicado a promover el mercado de valores.

En este año, se realizó una reforma a la Ley del Mercado de Valores, en la cual, las instituciones participantes se establecieron como anónimas creando bolsas con dos esquemas diferentes: Casas de bolsa privadas pertenecientes 100% a particulares y casas de bolsa nacionales con 50% de participación del Gobierno Federal y 50% de capital social (Ugarte, 2004:65).

El contenido de esta reforma financiera prohibió la intervención de la banca comercial en el mercado bursátil, “cediendo ese espacio a los exbanqueros que se agruparon en el sector bursátil” (Levy, 2001:207); este hecho fue determinante en la generación de una nueva estructura financiera que permitiría conciliar al Estado con los intereses de los grupos dominantes.

Esta nueva estructura repercutió paulatinamente en el sector productivo, en primer lugar “a través de la privatización de numerosas empresas de control estatal, desincorporándose 741 y 137” (Ibídem:208), y en segundo lugar con el inicio del proceso de liberalización comercial, una vez que México ingresó al Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (por sus siglas en inglés GATT); la combinación de esta apertura económica y de la previa desregulación financiera provocaron que el sector privado desviara sus recursos hacia el sector financiero.

Tras el sismo de 1985 se requirió financiamiento para la reconstrucción, el Estado facilitó liquidez para la reparación de los daños a través de la emisión de bonos. Los Cetes se convirtieron en los principales instrumentos operados por parte del Gobierno Federal, el 75% del financiamiento neto de éste correspondía a estos instrumentos; a través de los Cetes se elevó la captación neta del Gobierno Federal (Ejea, 1991:102). Estas medidas restringieron el financiamiento del déficit público mediante el encaje legal y como forma de sustituir estos recursos, el Gobierno aumentó su dependencia del endeudamiento interno con base en la emisión de títulos de deuda (Cetes).

De acuerdo a Minushkin (2003:22) “en 1986, el paquete de reformas económicas bajo la supervisión del Fondo Monetario Internacional; ayudo a crear un auge en la Bolsa en 1986 y 1987”, la desintermediación financiera del sistema bancario hacia la Bolsa se elevó, debido a que los rendimientos de los títulos

bursátiles fueron muy altos comparado con los rendimientos de los instrumentos bancarios (Ídem). En 1987 se estableció un fondo para apoyar a las casas de bolsa y a las instituciones que pudiesen estar en problemas, como una forma de evitar crisis bursátiles.

Esto permitió que se acentuara más la participación de las instituciones financieras no bancarias en el sistema financiero. En consecuencia, el número de casas de bolsa y de sociedades de inversión aumentó, así como su participación en la tenencia de instrumentos no bancarios, principalmente de renta fija gubernamentales.

Carlos Salinas tomó el poder en 1988, “el apoyo del sector privado al nuevo gobierno, provino de un pequeño grupo de hombres de negocio que estaban cosechando los beneficios con la integración mundial, los bolseros y los exportadores del norte del país” (Minushkin, 2003:24), principalmente los bolseros quienes tenían influencia sobre el sistema financiero y fueron uno de los grupos beneficiados en este proceso.

A partir de esta fecha el sistema financiero atravesó un cambio que profundizó la desregulación, “se eliminaron los topes a las tasas de interés” (Levy, 2002:226), para fijarse de acuerdo a las condiciones del mercado.

Adicionalmente se “liberalizaron las Aceptaciones Bancarias¹³, con lo cual se constituyeron en el instrumento de captación más importante de la banca” (Ejea, 1991:117); así mismo, se modificó el régimen de encaje legal implantándose un régimen basado en la regulación de los coeficientes de liquidez del sistema a través de la adquisición de títulos gubernamentales (Ídem).

En 1989, se llevo a cabo una reforma a la Ley de Inversión Extranjera, abriendo la mayor parte de la economía a la inversión extranjera directa y de cartera, lo cual permitió “la inversión extranjera directa y de portafolio por la creación de una nueva clase de acción que permitió la posesión extranjera sin conceder el derecho de control por voto” (Minushkin, 2003:24-25). Esto promovió

13 Son letras de cambio giradas por una empresa en favor de un banco, son cotizadas por las casas de bolsa en términos de tasas de descuento y las operaciones se realizan por conducto de la Bolsa Mexicana de Valores y las mesas de dinero de los bancos, su rendimiento se sitúa entre los CETES (Certificados de Tesorería) y el papel comercial.

la internacionalización del sistema financiero; la Ley permitía a empresas mexicanas colocar sus acciones en bolsas extranjeras y a las casas de bolsa abrir oficinas en el extranjero (Ídem).

En 1989 apareció la primera emisión de Bondes¹⁴ que tenían como objetivo reducir gradualmente la emisión de Cetes, para generar financiamiento de largo plazo a través de estos bonos; sin embargo este objetivo no se alcanzó.

En 1989 se crearon los Tesobonos que estaban ligados a la tasa de cambio y los Ajustabonos, los cuales estaban ligados al índice de precios. El objetivo de ambos instrumentos era financiar el déficit, así como retener capital (Levy, 2001:237).

De esta manera, el incremento en la colocación de estos instrumentos gubernamentales en la Bolsa de Valores, terminaron por convertirla en un mecanismo importante de financiamiento del sector público.

En 1989 el Congreso aprobó una serie de iniciativas de reforma a las principales leyes del sistema financiero (Galicia, 2001:114): Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, Ley General de Instituciones de Seguros, Ley Federal de Instituciones de Fianzas, Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, Ley del Mercado de Valores, Ley General de Sociedades de Inversión. Este paquete financiero tenía como fin, fomentar la participación desregulada de los intermediarios financieros y modernizar la estructura del sistema financiero.

Un año después, en 1990 el mercado de valores se introdujo en una fase de globalización; el mercado de Cetes fue abierto a la inversión extranjera y con ello acentuó la apertura de la inversión extranjera de cartera en México.

Este proceso incrementó la participación del sector privado en la economía que se venía efectuando desde la privatización de empresas públicas en el gobierno de Miguel de la Madrid; sin embargo en este período se privatizaron otras empresas públicas, destacando Telmex, la Compañía Minera de Cananea y Aeroméxico. El Estado utilizó a la Bolsa de Valores para llevar a cabo dicho

¹⁴ Bonos emitidos por el Gobierno Federal y cuya tasa es revisable cada cierto tiempo con base en el comportamiento de otra tasa líder del mercado (Banco de México, 2016:en línea)

proceso. Telmex fue la primera empresa que registró sus acciones en la Bolsa de Nueva York (Minushkin, 2003:26).

En 1991 comenzó el proceso de privatización bancaria, a través del Diario Oficial de la Federación se publicó la Ley de las Instituciones de Crédito, la cual señala que el servicio de la banca y crédito sólo podría ser prestado por este tipo de instituciones y que éstas pueden ser de banca múltiple o de desarrollo (Villegas, 2002:40). La banca fue vendida a los principales grupos bursátiles, vinculando así los intereses bancarios con los bursátiles (Levy, 2001:27); de esta manera se fortaleció la influencia de los grupos financieros que se habían organizado a partir de la nacionalización bancaria.

A través de la privatización, la banca comercial desplazó a la banca de desarrollo y a la Bolsa en el financiamiento de la inversión, estos factores constituyeron a la banca comercial como una de las principales instituciones del sistema financiero mexicano.

En 1993, se emitió la Ley de Inversión Extranjera que permitió crear un marco legal para la participación del capital extranjero en los bancos, la reforma financiera pretendió una inserción competitiva de los bancos e intermediarios financieros locales, que a su vez fomentaran el ahorro interno y posibilitaran captar recursos financieros externos (Ugarte, 2004:79).

Con este objetivo, la banca acentuó más su participación en el sistema financiero por encima de la Bolsa de Valores, especialmente porque no sólo podía obtener rendimientos con base en los depósitos y préstamos bancarios, sino también por la compra de valores gubernamentales a mayores tasas de rendimiento. Esto “impidió que el mercado de valores se desarrollara en el largo plazo, especialmente en el financiamiento del sector privado” (Levy, 2001:228).

El sistema financiero se modernizó a través de la desregulación de las actividades financieras y de la globalización del mercado de valores. Se pretendió desarrollar el sistema financiero eliminando la intervención estatal y procurando que los flujos de capital externo generaran un mercado más competitivo y eficiente. La participación de la inversión extranjera sobre la economía comenzó a tener

importancia y se agudizó a partir de la firma del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN).

Tratado de Libre Comercio con América del Norte y desregulación financiera

En 1994 entra en vigor el TLCAN, el cual modificó el sistema financiero mexicano. Se promovía la competitividad del país mediante el desarrollo nacional sin intervención estatal, que procuraba la apertura a los flujos de bienes y servicios y capital exterior para incrementar la eficiencia. De esta manera, se pretendía promover la inversión extranjera (Villegas, 2002:53) tanto directa como de cartera.

En este año, el Estado promulgó la Ley del Banco de México, la cual tenía como objetivo limitar el financiamiento público para evitar que el Estado incurriera en déficit (Levy, 2001:229); la Ley le otorga independencia al Banco de México para hacer uso de la política monetaria, estableciendo como objetivo estabilizar el poder adquisitivo.

Por ello, se estableció el monto necesario de deuda pública para mantener su objetivo de estabilidad de precios, “con lo cual se determinaba la tasa de interés de los activos gubernamentales sin riesgo, que regían a las demás tasas de interés” (Ídem). A través de esto Banco de México se colocó como banco de bancos.

Así mismo, se crearon las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles), que tenían como objetivo ofrecer microcréditos individuales a las personas físicas del sector de bajos ingresos (Findep, 2016:en línea). Estas instituciones se adhirieron a la base de inversionistas de instrumentos no bancarios.

México atravesó una crisis que redujo el financiamiento a través de activos no bancarios, Medina (2009:405) sostiene que:

Las condiciones eran desfavorables para el financiamiento bursátil (altas tasas de interés, bajas perspectivas de crecimiento, salida de inversionistas de la BMV, entre otras), de esta forma hubo salida de capitales, lo que generó una disminución en el financiamiento bursátil.

La bolsa se desplomó y pese a que el rendimiento de los valores era negativo, “la inversión en la bolsa ofreció una cobertura muy alta contra la inflación y fue por tanto una opción redituable para los inversionistas nacionales” (Cabello, 1999:292), creando un ambiente altamente especulativo en el sector bursátil, primordialmente para la inversión extranjera quienes obtenían grandes ganancias financieras ante la sobrevaluación del peso, invirtiendo aún más especulativamente en los años siguientes (Ídem).

Este suceso generó que el sistema financiero se encontrara expuesto. Como resultado, el Estado tuvo la necesidad de desarrollar aún más el mercado de bonos y generar instrumentos que propiciaran financiamiento, diversificando los riesgos y promoviendo la confianza y seguridad al público que buscaba formas alternativas de ahorro y financiamiento.

A partir de 1995, el Estado formó las bases para el desarrollo del sistema financiero y para la eficiencia de la colocación de instrumentos. La Bolsa de Valores implementó un sistema electrónico llamado BMV-Sentra Títulos de Deuda, para la operación de instrumentos (CEFP, 2009:14).

Así mismo, se autorizó a los bancos comerciales y de desarrollo a negociar instrumentos en los mercados secundarios sin intermediación de casas de bolsa (Banco de México, 2014:en línea).

En 1997 se realizó una reforma al sistema de pensiones, generando una base más amplia de inversionistas institucionales, que adquirirían bonos de largo plazo emitidos por el sector público, de tal forma que le otorgaban el financiamiento que requería.

El Estado trataba de promover mecanismos de mercado que suplieran las necesidades de financiamiento a través de la formación de nuevos inversionistas institucionales.

El financiamiento no sólo tenía que ser provisto a través del mercado interno, sino también mediante la entrada de capital extranjero y de internacionalizar las operaciones que antes eran consideradas de carácter nacional. Esto permitió que se “garantizara la entrada de capital golondrino que no se absorbió en la esfera productiva” (Levy, 2001:242).

El objetivo de globalizar las actividades financieras generó que las ganancias financieras incrementaran principalmente a través de actividades bursátiles.

A partir del año 2000 se observó una tendencia alcista de las ganancias financieras (Levy 2013:176); aunque el número de emisores en el mercado de valores permaneció pequeño y estuvo acompañado de una mayor concentración de empresas.

A través de la apertura financiera y como consecuencia de la desregulación económica, la adquisición de empresas nacionales incrementó, Ríos (2007:en línea) argumenta que el:

proceso mismo de apertura y desregulación de sectores importantes de la economía como los sectores bancario-financiero y de telecomunicaciones, donde, además de abrirlos a la competencia, se facilitó la entrada de capital externo; por otra parte las adquisiciones y fusiones son una vía rápida y segura de penetrar en cualquier mercado para después expandirse, factor que se ha visto acentuado precisamente por las características globales de la competencia en muchos e importantes sectores.

El mercado de valores fue dinamizado a través de las operaciones realizadas en la Bolsa una vez que las empresas nacionales fueran adquiridas o fusionadas.

De esta forma, el capital financiero abarcó una parte de las áreas productivas como el área de las telecomunicaciones y alimentos y bebidas (Ídem).

El efecto del capital financiero extranjero sobre la economía, “ha sido una fuente de inestabilidad, porque las entradas de capital extranjero han tenido un desplazamiento sobre el ahorro doméstico y no están ligadas al financiamiento de la producción” (Levy, 2013:276).

En el año 2001 se creó el certificado bursátil (CB)¹⁵, incorporándose como instrumento de deuda en la Bolsa de Valores (BMV, 2017:en línea); estos instrumentos promovieron el mercado de deuda privada en México, en el año 2001

¹⁵ Instrumento de deuda emitido por la Bolsa Mexicana de Valores y que da flexibilidad a las empresas que cotizan en bolsa para que ellas mismas determinen el plazo de la deuda, el monto y las condiciones generales de pago y de tasa que requieran (Banco de México, 2016: en línea)

representaban 12% del saldo en circulación de la deuda corporativa y en el año 2007, su participación ascendía a 95%.

Así mismo, “Citigroup se convierte en la primera empresa extranjera en inscribirse a la Bolsa Mexicana de Valores” (Ídem), impulsando la posterior inscripción de diversas empresas extranjeras.

El 11 de octubre de 2001, “se publicó en el Diario Oficial de la Federación el Decreto por el cual se expide la Ley Orgánica de Sociedad Hipotecaria Federal” (SHCP, 2017:en línea), en esta Ley se establece que la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) tiene como objetivo impulsar el desarrollo de los mercados primario y secundario de crédito a la vivienda, mediante el otorgamiento de garantías destinadas: a la construcción, adquisición y mejora de la vivienda, preferentemente de interés social; así como al incremento de la capacidad productiva y el desarrollo tecnológico, relacionados con la vivienda (Ídem). Esta institución operaba a través de otros intermediarios financieros no bancarios, como era el caso de las Sofoles.

En el año 2003 las Sofoles comenzaron a emitir los Bonos Respaldados por Hipotecas (Borhis), que son certificados bursátiles utilizados para burzatilizar su cartera de hipotecas (Banamex, 2017:en línea), a través de estos instrumentos la SHF se encargaba de respaldar y fondear a las Sofoles.

La cartera de créditos otorgados al sector productivo por parte de las Sofoles era relativamente baja, la mayor parte de estos créditos los otorgaba la banca comercial, por ello “el sector hipotecario abarcó siempre más del 50% de sus actividades” (Jiménez, 2012:122).

En el año 2006 se creó la figura de las Sofomes, las cuales tienen como objetivo: “otorgar crédito, factoraje y arrendamiento sin autorización necesaria por parte de la Secretaría de Hacienda, ni regulación de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México; la única regulación posible se dará a través de la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF)” (Ídem). Estas medidas promovieron la

desregulación y transformación de las Sofoles en Sofomes¹⁶; lo cual permitió que se profundizara el proceso de liberalización financiera del sector financiero mexicano, principalmente porque estas instituciones pueden ser de carácter extranjero.

Las Sofomes tienen la opción de ceder el derecho de créditos con garantía hipotecaria a otro intermediario financiero y a través de esto la cartera hipotecaria puede ser vendida y burzatilizada. El proceso de burzatilización de estos instrumentos debe cumplir con determinadas características: obtener el máximo grado de calificación por parte de S&P, Moody's y Fitch, así como tener una garantía de incumplimiento, entre otras.

La transformación de Sofoles en Sofomes “significó una huida inmediata al sector desregulado, de 20 instituciones existentes en 2005, se redujeron a 8 en 2008” (Ibídem:132). Este factor, así como la crisis subprime del año 2008 en Estados Unidos, generaron riesgos e inestabilidad para las Sofomes, “los clientes de las Sofoles y Sofomes, tanto desarrolladores de vivienda como familias, no pudieron seguir pagando sus hipotecas, lo cual disparó la cartera vencida de las entidades hasta 33.1% en créditos a la construcción y 9.1% en préstamos individuales” (Expansión, 2017: en línea).

Esto elevó la cartera vencida de las Sofomes, principalmente de Metrofinanciera, Su Casita y Crédito y Casa (Jiménez, 2012:132); lo cual obligó al Estado a rescatar a estas instituciones a través de la SFH en el año 2008, mediante la aplicación de un programa para respaldar las emisiones de deuda de corto y largo plazo de las Sofoles y Sofomes hipotecarias, esto se hizo otorgando una garantía parcial del 65 por ciento del valor de los títulos que emitían estas instituciones (Banco de México, 2010:92).

El Banco de México (Ídem) informa que:

¹⁶ La Ley contempla 13 años para la transición, en menos de los tres primeros años se habían transformado, en términos de la cartera de crédito total, cerca de la mitad respecto a 2005 (Jimenes, 2012:128)

Los problemas derivados de la titulización de las llamadas hipotecas subprime en los Estados Unidos y el aumento en los índices de morosidad de las carteras hipotecarias que respaldan los títulos emitidos por algunas sofomes en nuestro país, provocaron que prácticamente desapareciera la demanda por valores emitidos por las Sofomes y Sofoles.

El Estado tomó medidas para la SHF, a partir del año 2009, la SHF dejó de fondear de manera directa a las Sofomes, para ahora sólo otorgarle garantías hipotecarias.

En este mismo año, se llevó a cabo otra reforma a la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE) que permitió la entrada de los Administradores de Fondos para el Retiro (Afores) y las Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores) en el sistema de pensiones y jubilaciones, así como otro tipo de aseguradoras (Banco de México, 2014:en línea).

Respecto a las principales aseguradoras destacan los seguros de vida, médico y automotriz, que continuaron incrementado su participación sobre la economía; para el año 2010, en su conjunto concentraban 6.2% de los activos totales del sistema financiero (Banco de México, 2010:88).

Las transformaciones del sistema financiero mexicano, han permitido que el mercado de valores adquiera mayor importancia en la economía, mediante la creciente participación de las instituciones financieras no bancarias como inversionistas institucionales, se promueve el desarrollo y fondeo del mercado de bonos.

Conclusiones

El sistema financiero ha atravesado una serie de cambios estructurales sobre sus instituciones y sobre el marco legal que las rige. El desarrollo del mercado de valores ha sido promovido por los esfuerzos estatales.

Sin embargo, el mercado de bonos alcanzó su desarrollo posterior a la década de los ochenta, a expensas del bajo crecimiento del sector bancario en

este período. Esto implica que el desarrollo homogéneo del sistema financiero ha sido aplazado por el dominio que ha tenido la banca comercial sobre las demás instituciones.

Los esfuerzos del Estado por fomentar una base sólida de inversionistas ha incrementado las operaciones en el mercado de bonos, las reformas al sistema de pensiones y a las Sociedades de Inversión, así como a la inversión extranjera ha generado que las instituciones participantes en el sistema financiero incrementen su participación, principalmente en la adquisición de valores gubernamentales, que son aquellos que cumplen con los lineamientos de inversión a los que están sujetas las instituciones.

En el año 2010, la cartera de inversión de las Siefos estaba concentrada en un 55% en valores gubernamentales, 44% en valores privados y el 2% en valores bancarios; la cartera de las aseguradoras correspondía a 13.3% en bonos bancarios, 40.9% gubernamentales y 45.8% en valores privados; así mismo, la cartera de las Sociedades de Inversión se concentraba en 12.8% valores bancarios, 31.5% privados y 54.6% en valores gubernamentales; mientras que la inversión privada en valores ascendía a 463.3 miles de millones de pesos (Banco de México, 2014:en línea).

En contraste, el mercado de bonos está caracterizado por la participación activa del sector público en la colocación y comercialización de dichos instrumentos, por lo que el sector privado ha tenido una baja participación histórica en la emisión, mas no en la adquisición de bonos, especialmente después de la desregulación financiera que ha atraído un gran número de inversionistas nacionales como extranjeros.

El resultado de esto es, que el sector público ha recurrido al frecuente financiamiento a través del mercado de bonos, para mantener la estabilidad financiera en el país, así como para mantener sus propias operaciones con la colocación de instrumentos a períodos cada vez más largos, lo cual pone en riesgo la estabilidad macroeconómica al incrementar constantemente el nivel de la deuda.

La principal disyuntiva es, que el financiamiento a la inversión productiva del sector privado que puede ser generada a través de la colocación de bonos, se ve opacada por el dinamismo del sector público en el mercado de valores, ya que el riesgo asociado a la emisión por parte éste, es menor que el asociado a los bonos emitidos por las corporaciones. Por lo que el financiamiento a la inversión productiva a través de la emisión de bonos no ha sido llevada a cabo de manera efectiva.

Capítulo 4

Mercado de bonos en México: financiamiento de la inversión y crecimiento económico

En el capítulo anterior se abordaron los principales cambios que tuvo el mercado de bonos a lo largo del siglo XX; se llevaron a cabo diversas reformas con el objetivo de promover el desarrollo de este mercado. A pesar del impulso que se le dio, aún permanece en vías de desarrollo a causa de impedimentos estructurales como son la falta de participación del sector privado comercial y financiero, así como las políticas adecuadas que fomenten su desarrollo. El resultado de esto ha sido un mercado de bonos sesgado y estrechamente ligado al sector público.

A partir de la crisis financiera del año 2008, se observó un cambio en el comportamiento del mercado de bonos, la participación de las corporaciones no financieras en la emisión de bonos incrementó, como consecuencia del bajo costo de financiamiento en el exterior. La economía internacional presentó una serie de cambios que contribuyeron a este proceso, las tasas de interés por parte de los países desarrollados¹⁷ disminuyeron y el nivel de liquidez en el mundo aumentó. Este fenómeno permitió que las economías en vías de desarrollo como México, se vieran beneficiadas por un mayor flujo de capitales extranjeros.

Bajo este contexto, el presente capítulo tiene como objetivo exponer el comportamiento del mercado de bonos en México en el período del año 2000-2015; y su contribución en el financiamiento de la inversión y el crecimiento económico.

De acuerdo a este análisis, la hipótesis plantea que a partir del año 2008 las corporaciones no financieras han incrementado la emisión de bonos en el exterior, lo cual significa que la liquidez de las empresas se ha acrecentado bajo condiciones inestables de financiamiento.

El creciente volumen de emisión de bonos en el extranjero, por parte de las corporaciones no financieras y el gobierno, genera riesgos para la economía nacional, ya que la depreciación de la moneda no sólo incrementa el nivel de la

¹⁷ Principalmente Estados Unidos

deuda pública en un ambiente de bajo crecimiento económico, sino también la deuda contraída por parte de las empresas.

Con esto las empresas estarán directamente afectadas, debido a que los rendimientos devengados de los instrumentos emitidos en el exterior, tendrán aumentos o disminuciones, dependiendo de los movimientos en el tipo de cambio. Para tal efecto, el capítulo se divide en seis apartados: en el primero, se presentan las características del sistema financiero mexicano y la participación de los sectores financieros en éste; en el segundo, se estudia la incidencia de la inversión extranjera en el mercado de bonos; el tercero, analiza el comportamiento del mercado de bonos externo y el cambio en el financiamiento de las empresas; en el cuarto, se examina el mercado de bonos nacional y la participación del sector público en éste; en el quinto, la relevancia de las instituciones financieras no bancarias en el fondeo del mercado de bonos; y finalmente, en el sexto apartado se presentan las conclusiones.

Comportamiento del sistema financiero mexicano

Los instrumentos financieros no bancarios tienen el fin de promover el crecimiento económico con el aumento de las operaciones financieras, es decir que a través de los instrumentos no bancarios se moviliza el ahorro financiero, el cual de acuerdo a las autoridades debería ser “fundamental para el crecimiento económico porque garantiza la existencia de recursos disponibles para la inversión” (CNBV, 2013:3).

El nivel de liquidez en la economía se mide a través de la profundización financiera, dicho indicador permite observar el nivel de recursos que circulan en el sistema económico.

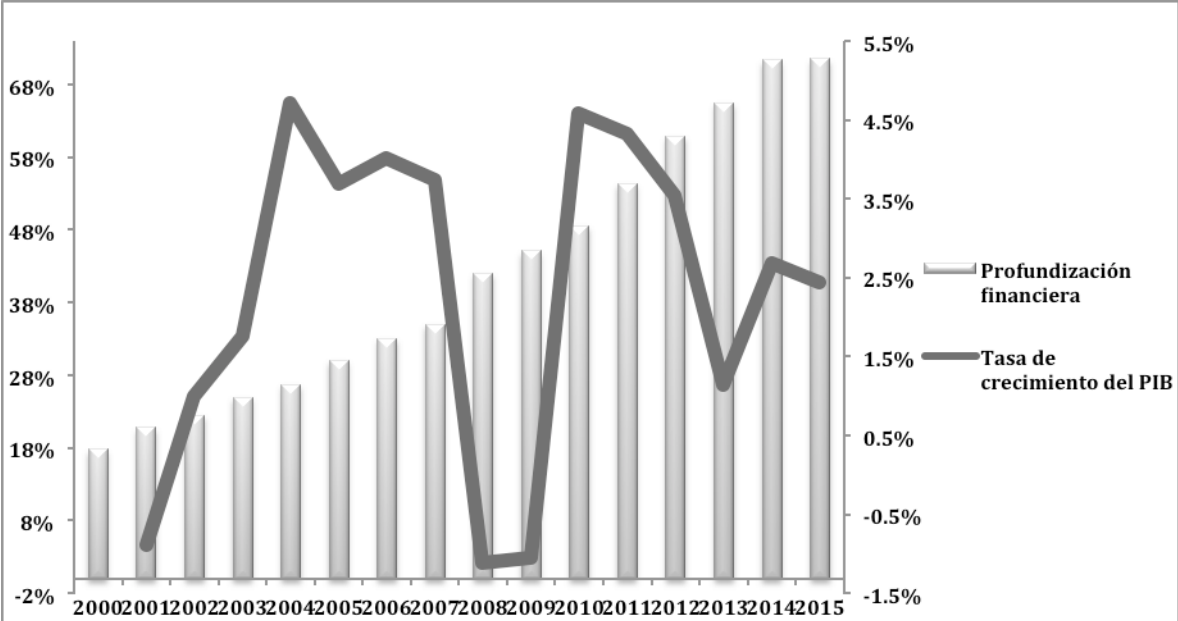
En el año 2000, la profundización financiera en México ascendía a 27.8% y para el año 2015 la cifra alcanza 55%. Así, la evolución que ha tenido este indicador durante este período es considerable, el mayor incremento se encuentra a partir del año 2008, donde tiene un crecimiento del 13.8% con respecto al 2007,

mientras que en los años siguientes su comportamiento continúa siendo creciente, con una tasa promedio de crecimiento del 4% (véase en la gráfica 1).

Existen dos factores que explican el comportamiento de la variable; en primer lugar, se debe a que los créditos bancarios incrementaron durante este período, principalmente en el año 2007, donde su tasa de crecimiento asciende al 20% (Banco de México, 2017: en línea). En segundo lugar, se debe al impacto que tuvo la Inversión Extranjera de Cartera (IEC) en el sistema financiero mexicano, que permitió un mayor flujo de capitales extranjeros a través de instrumentos financieros no bancarios.

De acuerdo a lo anterior, es importante aseverar que esta movilización de recursos, no estuvo acompañada de un mayor crecimiento en la actividad productiva del país (esto evidencia que el aumento de liquidez, no necesariamente está acompañado de crecimiento económico), debido a que la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) es baja.

Gráfica 1
Profundización financiera y tasa de crecimiento del PIB*
2000-2015 (%)



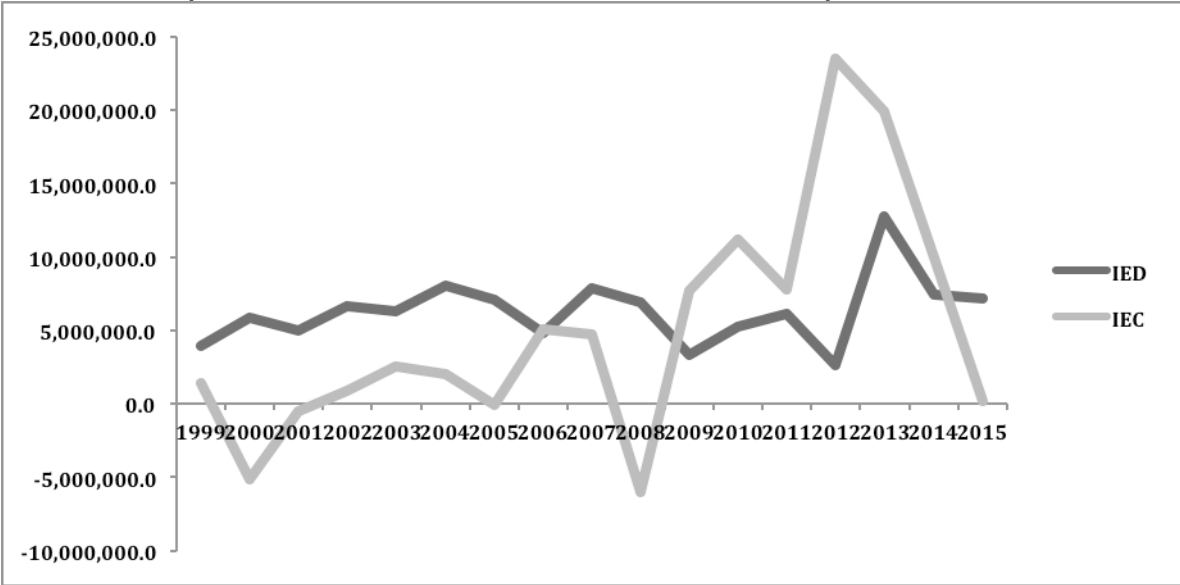
*La profundización financiera corresponde a la resta de M1-M4 dividido entre el PIB. Los datos correspondientes a los agregados monetarios conciernen al último mes del año, mientras que los datos del PIB al último trimestre del año.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.
<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CR145&locale=es>

La IEC tuvo un papel importante en la inyección de liquidez entre el año 2008 y 2009, debido a que crece considerablemente, en 2008 representaba -6,007,961.8 miles de dólares y recupera su nivel en 2009 con 7,688,452.3 miles de dólares, siendo el mayor crecimiento observado para este período (véase gráfica 2).

De esta forma, el sistema financiero mexicano atrajo mayores niveles de IEC a partir del año 2008; y pese a que su comportamiento es volátil en algunos años, es una variable fundamental para explicar el aumento de liquidez en la economía.

Gráfica 2
Inversión Extranjera Directa y de Cartera en México
(último trimestre del año, miles de dólares) 2000-2015



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México
<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=1&accion=consultarCuadro&idCuadro=CE146&locale=es>

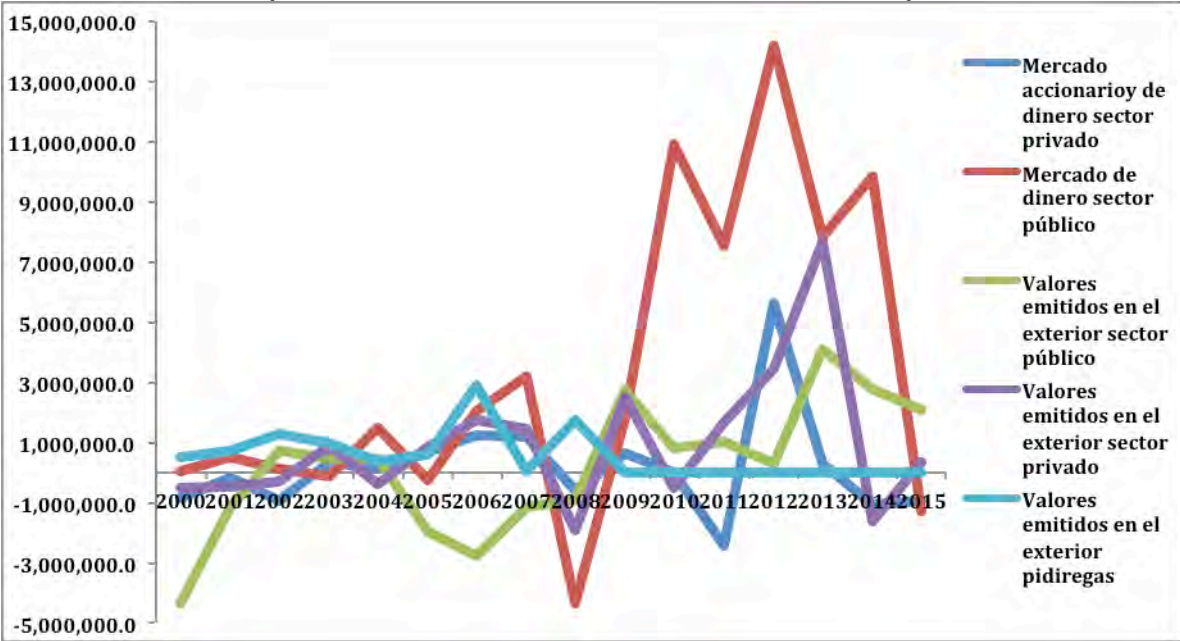
La IEC se concentra sobre seis sectores financieros: mercado de dinero del sector público, valores emitidos en el exterior por parte del sector público, valores emitidos en el exterior por parte del sector privado, valores emitidos en el exterior mediante pidiregas, mercado accionario y de dinero del sector privado,

El crecimiento de la IEC se observa específicamente sobre dos sectores financieros, es decir sobre el mercado de dinero gubernamental y sobre la emisión de valores en el exterior por el sector privado. Para el caso del mercado de dinero gubernamental, su tendencia es creciente, sobre todo a partir del año 2008 y

alcanza su punto más alto en el año 2012 al representar 14,193,072 miles de dólares. El comportamiento de los valores emitido en el exterior por el sector privado no es constante, entre 2010 y 2013 tienen una tendencia creciente, siendo 2013 el punto más alto donde asciende a 7,663,134 miles de dólares (véase gráfica 3).

Esto significa que la mayor parte de la IEC está concentrada en el mercado de bonos, de modo que, no sólo han sido las políticas de desregulación hacia este mercado las que han promovido su desarrollo, sino también la entrada de capital extranjero que ha permitido un mayor dinamismo en el mercado de bonos.

Gráfica 3
Componentes de la IEC en México 2000-2015
(último trimestre del año, miles de dólares)



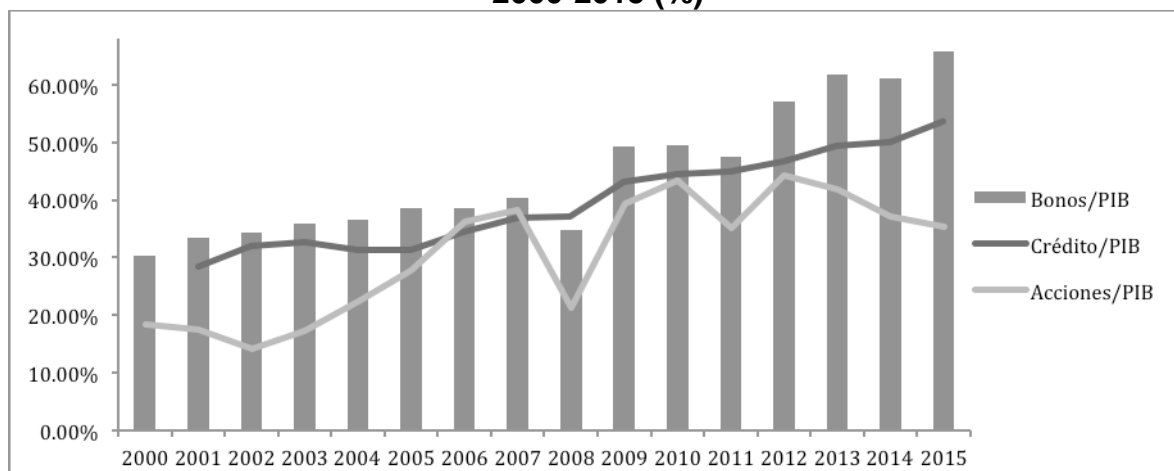
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México
<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=1&accion=consultarCuadro&idCuadro=CE146&locale=es>

En este contexto de bajo crecimiento económico, alta liquidez y volatilidad financiera, los instrumentos financieros no bancarios han representado una mayor proporción del sistema financiero mexicano, desplazando a los instrumentos bancarios.

En el año 2015 la emisión de bonos alcanzó su máximo al representar 65% del PIB, mientras que los créditos bancarios representaban 53%; y la emisión de acciones por su parte, tiene una tendencia decreciente a partir del año 2012 (véase gráfica 4).

Pese a que los créditos otorgados por la banca permanecen relativamente estables, la emisión de bonos y acciones ha sido más volátil. El incremento en las operaciones a través de instrumentos no bancarios supone que las empresas han encontrado liquidez y alternativas de financiamiento en el mercado de bonos y acciones, Levy (2006:59) argumenta que “los créditos bancarios dejaron de ser una palanca de crecimiento del producto”, de modo que los instrumentos no bancarios se han convertido en mecanismos para valorizar el capital financiero de las empresas, principalmente a partir de la crisis financiera del año 2008, donde el incremento en las operaciones es notable.

Gráfica 4
Tamaño del sector financiero en proporción al PIB
2000-2015 (%)



Fuente: Elaboración propia con datos del BIS Quaterly Review. March 2014. Table 16A: Domestic debt securities. Debt securities issues and amounts outstanding: 2014, 2015. Banco Mundial para mercado accionario. PIB, Banco Mundial y FMI para el cálculo de créditos.
<http://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>
http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD?name_desc=false
http://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.LCAP.CD?name_desc=false
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&type=metadata&series=FS.AST.DOMO.GD.ZS#>

Este cambio en la estructura de financiamiento del sistema financiero mexicano, se debe a modificaciones en la política monetaria de las economías desarrolladas, que han permitido que los instrumentos financieros no bancarios se conviertan en un medio para movilizar recursos y obtener liquidez.

De acuerdo a Shin (2013), la segunda fase de liquidez global se acentuó en el año 2010 y se caracteriza por el aumento en la emisión de bonos en el mercado internacional por los países en vías de desarrollo. El crecimiento de la participación del mercado de bonos en la economía, obedece a la reducción de la tasa de interés de Estados Unidos, lo cual, ha favorecido en el incremento de liquidez y la reducción del financiamiento bancario.

A partir del año 2008, Estados Unidos implementó una política de relajación monetaria como respuesta a la crisis financiera; esta política “difiere de los aumentos temporales de la base monetaria que se utilizan ocasionalmente para proporcionar liquidez por períodos cortos” (Fawley & Neely, 2013:52). La tasa de interés de Estados Unidos se mantuvo entre cero y 0.25% del 2008 al 2015; el efecto que tuvo esta política sobre la economía internacional fue la entrada de capitales extranjeros hacia economías emergentes, con el objetivo de obtener mejores rendimientos. Al mismo tiempo, ante el bajo costo de financiamiento, se promovió la emisión de instrumentos en el exterior y se modificó la estructura del mercado de bonos mexicano.

Inversión extranjera y tenencia de bonos

En la última década, el desarrollo del mercado de bonos ha estado acompañado de una creciente participación de la inversión extranjera; los factores que han impulsado la entrada de capitales extranjeros en la economía son: la tasa de interés, reformas estructurales y el incremento en el precio de los commodities que generó expectativas de crecimiento económico y por tanto incrementos en la inversión extranjera de cartera, debido a que los inversionistas buscan bases macroeconómicas para tomar decisiones de inversión.

Jeanneau y Tovar exponen que (2015:60-61) la integración entre países desarrollados y países en vías de desarrollo, a través de los movimientos en la tasa de interés, es motivada por la creciente disponibilidad de información y por el desarrollo de tecnología que ha reducido los costos y tiempo de las transacciones. Así como, por las bajas tasas de interés en los países desarrollados y las aperturas financieras de las economías emergentes que han posibilitado este proceso. En consecuencia, la entrada de capital extranjero se ha acrecentado y “podría proporcionar un “triumfo rápido” para profundizar el mercado de bonos doméstico” (Ocampo y Tovar, 2010:8).

La tenencia de bonos emitidos en moneda nacional por parte de inversionistas extranjeros, genera más recursos disponibles para el financiamiento, sin embargo, debe considerarse el tamaño de esta inversión, debido a los riesgos asociados con los movimientos financieros en el exterior que posibilitarían la salida de capitales, la cual, afecta directamente a los emisores de estos instrumentos.

De acuerdo al estudio de Ebeke y Kiobe (2015), donde se analiza de manera detallada la relación entre la inversión extranjera de cartera y el mercado financiero nacional, se expone el impacto que tienen las tasas estadounidenses en los mercados emergentes, en función de la participación de inversionistas extranjeros en los mercados de bonos locales. Si la tenencia de bonos por parte de la inversión extranjera excede el 35% del mercado local, se amplifica la transmisión de un choque de 100 puntos base, de las tasas de Estados Unidos y los rendimientos en los mercados emergentes incrementarían en 140 puntos base, comparados con los 40 puntos base que reciben los países donde la tenencia de bonos por inversionistas extranjeros es menor a 35%.

Considerando este factor, los flujos de capital extranjero en México, están concentrados en el mercado de dinero gubernamental. El aumento considerable en la tenencia de bonos gubernamentales, por parte de la inversión extranjera, se acentúa a partir del año 2008; teniendo el mismo comportamiento que la IEC (véase gráfica 5). El nivel máximo de instrumentos adquiridos por inversionistas no residentes se observa en el año 2014, donde la cifra asciende a 37% del total de

los bonos gubernamentales emitidos. En el año 2002 la inversión extranjera representaba 1.8%, para el año 2015 esta inversión alcanzaba el 36% de la tenencia total de instrumentos. Esto significa que la tenencia de bonos gubernamentales por parte de la inversión extranjera crece en promedio a un ritmo anual del 30%.

El impacto que tendrían las modificaciones en la política monetaria de Estado Unidos, sobre el mercado de bonos mexicano, sería considerable.

Gráfica 5
Tenencia de bonos gubernamentales
(Como porcentaje del total de bonos emitidos por el sector público,
periodicidad mensual)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, sistema de información económica. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadroAnalitico&idCuadro=CA138§orDescripcion=Mercado%20de%20cambios&locale=es>

Venegas (2007:182) explica que la economía mexicana compite de manera permanente por los flujos de capital internacional, los cuales hacen vulnerables a los mercados de capitales y afectan la actividad económica. Es un hecho que esta inversión genera liquidez, sin embargo es una “fuente potencial de incertidumbre y vulnerabilidad” (Ídem), debido a la temporalidad de esta inversión, que ha sido resultado de las bajas tasas de interés en los mercados desarrollados.

El mismo autor (Ibídem:193) argumenta en su estudio que:

El incremento en las tasas de interés genera que los agentes desinviertan en el mercado de capitales e inviertan en el mercado de bonos gubernamental o bien en bonos bancarios o corporativos. Así mismo, la tasa de interés en México mantiene una relación positiva respecto de la inversión extranjera, ya que un incremento en la tasa de interés de México atrae inversionistas hacia el mercado de dinero.

La economía nacional es más susceptible a la volatilidad del mercado internacional y el riesgo de contagio es mayor. Al respecto, existen dos principales riesgos: en primer lugar, el incremento de la inversión extranjera podría aumentar temporalmente el costo de los nuevos préstamos (Peiris, 2010:8), ya que el banco central debe incrementar la tasa de interés con el objetivo de mantener la inversión extranjera; empero, el efecto de este aumento sobre la economía nacional es el encarecimiento del crédito.

En segundo lugar podría complicar la conducción de la política monetaria, si los bancos centrales intervienen en los mercados de bonos, en un esfuerzo por estabilizar los rendimientos de los instrumentos y evitar cualquier presión cambiaria (Ídem), debido a que la salida de la inversión extranjera del mercado de bonos, provoca pérdidas directas a los inversionistas, ya que el precio de los bonos tiende a caer y por ende, los rendimientos incrementan, esto genera que la divisa se deprecie y el banco central intervenga con el propósito de evitar este proceso. Por ello, es necesario equilibrar los beneficios y riesgos de la inversión extranjera de cartera, sobre el mercado de bonos nacional, por el efecto que tiene sobre las variables macroeconómicas y financieras, y por el efecto que tiene la política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos de capital extranjero en la economía nacional, que se verán motivados a salir del país, una vez que la tasa de interés en Estados Unidos incrementa.

Otro de los efectos de la reducción en la tasa de interés de Estados Unidos fue la modificación en la emisión de instrumentos no bancarios en el exterior por parte de las empresas. En el siguiente apartado se analiza el comportamiento del mercado de bonos.

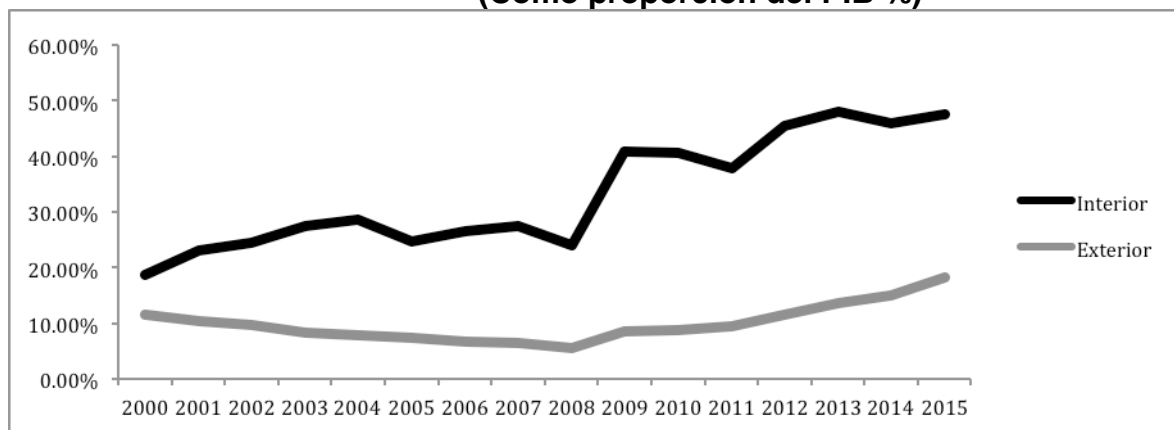
Mercado de bonos en México y emisiones en el exterior

El mercado de bonos se puede analizar desde dos perspectivas diferentes: a través de la emisión de instrumentos en el mercado doméstico y mediante la emisión de bonos en el exterior.

De estas perspectivas se observan dos características importantes, en primer lugar, la emisión de bonos en el mercado doméstico es mayor que la emisión que se realiza en el mercado internacional, siendo 2013 el año con mayores emisiones de bonos en el mercado doméstico al representar 48% como proporción del PIB. En segundo lugar, la emisión de bonos en el mercado interno y externo comienza a incrementar considerablemente a partir del año 2008; la tasa de crecimiento de la emisión de bonos en el mercado doméstico entre 2008 y 2009 es de 70% y para el caso del mercado externo, la cifra asciende a 51% (véase gráfica 6).

Este último argumento es importante ya que el comportamiento de ambas variables tiene una estrecha relación con los cambios en las condiciones de financiamiento en el exterior, donde el mercado internacional se volvió más atractivo para emitir instrumentos y el mercado doméstico para atraer inversionistas no residentes.

Gráfica 6
Emisión de bonos en el exterior e interior del país 2000-2015
(Como proporción del PIB %)



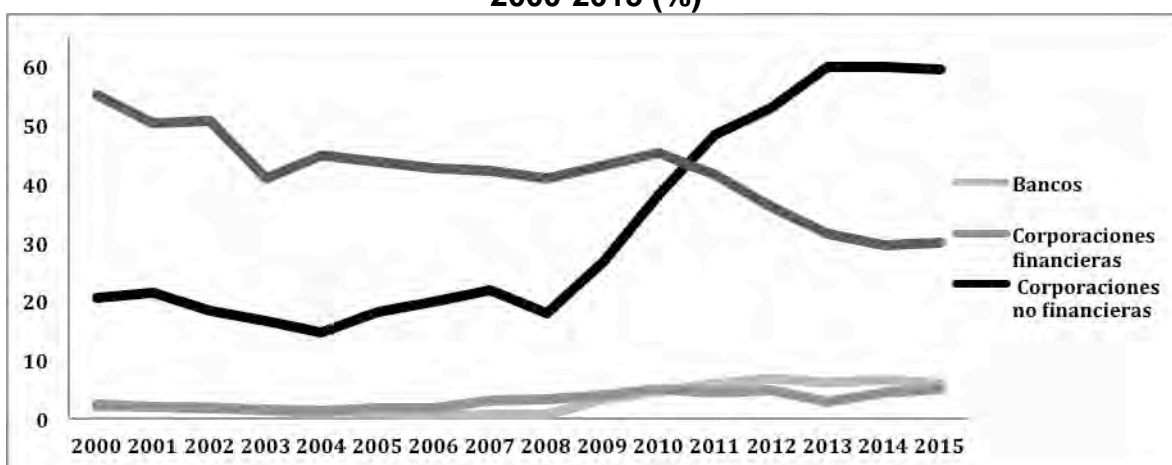
Fuente: Elaboración propia con datos del BIS y el FMI
<http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998112>
<http://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>

La emisión de bonos en el mercado internacional, está caracterizado por el aumento en la emisión de bonos en el exterior por las corporaciones no financieras, lo cual fue resultado del bajo costo de emisión en el exterior que estimuló este proceso, “las empresas emiten valores en el mercado internacional al no tener un mercado doméstico que compense su financiamiento” (Tovar y Jeanneau 2007:49). El resultado de este proceso es que las empresas han incrementado su liquidez a expensas del financiamiento externo.

El sector que ha acrecentado la emisión de instrumentos en el exterior es el de las corporaciones no financieras. En el año 2015 los bonos emitidos por este sector ascendían a 59% del total de bonos emitidos en el exterior, mientras que el gobierno sólo emitió 29% (véase gráfica 7).

A partir del año 2008 las corporaciones no financieras incrementaron la emisión de bonos en el exterior, debido a que podían obtener financiamiento a tasas más bajas y a plazos de vencimiento más largos; el plazo de vencimiento promedio de los bonos emitidos por empresas mexicanas en el extranjero aumentó entre 2004 y 2014, de tener un plazo de vencimiento de 10 años en 2004 a 16 años aproximadamente en 2014 (Carabarán, 2015:2).

Gráfica 7
Emisión de bonos en el exterior como porcentaje del total emitido
2000-2015 (%)



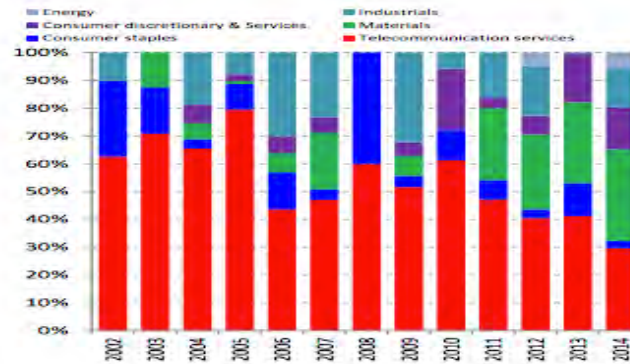
Fuente: Elaboración propia con datos del BIS, Debt securities issues and amounts outstanding: 2000-2015. <http://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>

Independientemente de la forma en la que se mida la liquidez, el impacto que tienen las variables reales y financieras sobre las economías posibilita un vehículo para las numerosas interacciones y efectos indirectos entre la política monetaria y financiera (Ídem). El resultado de estos efectos, es que a partir de la crisis financiera del año 2008 se observa un boom en la emisión de bonos en el mercado internacional por parte de las corporaciones, generando cambios en la estructura de financiamiento del mercado de deuda y crédito (Ibídem:5).

El aumento en la emisión de bonos en el exterior por las corporaciones no financieras, es resultado de los desequilibrios económicos mundiales, desde la crisis financiera mundial en el año 2008, el acceso al mercado internacional de deuda y de capitales, es más sencillo para las grandes empresas, siendo México el segundo país emisor más grande de bonos corporativos en Latinoamérica (Chow y Valencia, 2015:24). Entre el año 2009 y 2010, dos tercios de la deuda de las corporaciones pertenecía a las empresas privadas y un tercio, a las empresas estatales, es decir PEMEX y CFE.

La mayor parte de las emisiones del año 2002 al 2010, pertenecían al sector de las telecomunicaciones, 70% de los bonos emitidos correspondía a este sector (Veáse gráfica 8a). A partir del año 2011 el sector industrial, el de materiales y el sector servicios, han incrementando su participación en la emisión de instrumentos en el exterior; mientras que el sector de las telecomunicaciones redujo su participación al 30% (Carabarán, 2015:2-3). Estos sectores han incrementado su liquidez a medida que el costo de financiamiento disminuye.

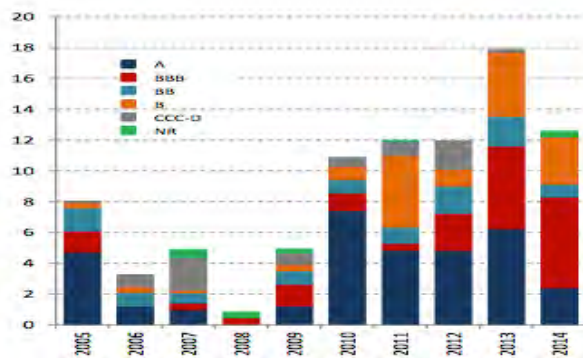
Gráfica 8a
Composición de la emisión de bonos en el exterior
Emisión bruta de bonos de empresas mexicanas en el mercado internacional
por sector (Porcentaje)



Realizado por Banco de México basado en información de Bloomberg.
 Fuente: Tomado de Carabarin, 2015:29, en línea.

Adicionalmente, la mayor parte de los instrumentos emitidos entre 2005 y 2010, tienen como calidad crediticia A y BBB (véase gráfica 8b); a partir del año 2011 la calidad crediticia de los instrumentos es más baja, como resultado del boom en la emisión de bonos por las economías emergentes, que encuentran mercados para colocar estos instrumentos.

Gráfica 8b
Composición de la emisión de bonos en el exterior
Emisión bruta de bonos de empresas mexicanas en el mercado internacional
por grado (miles de millones de dólares)



Realizado por Banco de México basado en información de Bloomberg.
 Fuente: Tomado de Carabarin, 2015:29, en línea.

La emisión de bonos en el extranjero es una opción de financiamiento para las grandes empresas, los bonos emitidos en el extranjero en el año 2002 representaba 2.5% del total del PIB y en 2014 la cifra ascendía a 5.8%. Así, la deuda total del sector privado representaba 8.7% del total del PIB en 2002 y 10.5% en 2014 (Araujo & Klemm, 2015).

Uno de los principales problemas en el desarrollo del mercado de bonos, era la estructura dominada por títulos a corto plazo, flotantes e indexados a la inflación (Ocampo y Tovar, 2008:8). No obstante los bonos emitidos en el extranjero a partir del año 2008, tienen mayores plazos de vencimiento y bajas tasas de rendimiento.

Carabarrín (2015:6) analiza en su estudio que 53 empresas mexicanas no financieras emitieron 226 bonos internacionales, de los cuales 87.6% estaban denominados en dólares; el 99% de esas emisiones, tenían plazos de vencimiento mayores a un año; dos tercios de esta emisión se realizaron a partir del 2008.

El financiamiento a través del mercado de bonos representaba 14% del total del financiamiento de las corporaciones.

Entre 2002 y 2009 la emisión de bonos en el extranjero representaba 4 billones de dólares; entre 2010 y 2014 esta cifra incremento a 13 billones de dólares, es decir tres veces el promedio anual de 2002-2009 (Ibídem: 2 -3).

El incremento de liquidez en el mundo genera que disminuyan los costos de la emisión de valores en el extranjero debido a las bajas tasas de rendimiento, por ello, el plazo de emisión es más largo y las tasas tienden a ser fijas; de acuerdo con los datos del BIS, en promedio el 93.2% de los bonos se emiten a tasa fija y el 98% de estos instrumentos son emitidos a largo plazo. La tendencia a emitir bonos en el largo plazo aumentó a partir del año 2008, en contraste con años anteriores donde el porcentaje ascendía a 89%; lo cual confirma la tendencia a emitir valores en el extranjero a tasa fija y con plazo de vencimiento a largo plazo.

Estos hechos favorecen el balance de las empresas y les otorga liquidez, convirtiendo al mercado en una alternativa de financiamiento para las grandes empresas.

No obstante, existen implicaciones para la economía nacional, la deuda emitida en dólares agudiza las condiciones financieras de las empresas emisoras en América Latina, ya que la creciente emisión de instrumentos en otras divisas genera dificultades de pago para las empresas (Turner 2015:en línea). Lo anterior se debe a la debilidad de la moneda y a la desaceleración de la economía.

De acuerdo a los datos del BIS, en promedio 89% de las emisiones de bonos en el exterior corresponden a dólares, 4% a euros y 1% a otras divisas. Cualquier nivel de depreciación del peso, incrementaría las obligaciones emitidas en estas divisas. Ocampo y Tovar (2008:12) analizan la noción de desajuste cambiario como el impacto de un cambio en el tipo de cambio sobre el valor actual descontado de los flujos futuros de ingresos y gastos; esto significa que el desajuste cambiario del peso afecta directamente a las empresas emisoras de bonos en el extranjero.

El cambio de financiamiento interno hacia el sector externo, afecta a la economía nacional (Carabarrín, 2015:14); las empresas emiten valores en el extranjero por los bajos costos de emisión y las bajas tasas de rendimientos. El incremento en las tasas de interés por parte de los países desarrollados, generará que las empresas regresen al mercado interno porque el costo de financiamiento externo será mayor.

Si estas empresas tienen problemas de solvencia debido a las deudas contraídas durante este período, incrementarán su demanda por préstamos bancarios, lo cual, generará un desplazamiento en el crédito otorgado a las pequeñas y medianas empresas hacia las grandes empresas que también demandan financiamiento.

La banca comercial (interna) es la principal fuente de financiamiento de las empresas, seguido del financiamiento externo directo y de la colocación de deuda en el exterior. A partir del año 2008 el crédito de la banca comercial interna permanece estable, mientras que el financiamiento externo directo disminuye de 15.7% en 2008 a 10.1% en 2015; en contraste con el financiamiento que proviene de bonos colocados en el exterior asciende a 7.4% en el año 2008 y en 2015 la cifra alcanza 18.2% (Véase gráfica 9). Esto significa que la colocación de bonos

en el exterior, como porcentaje del total del financiamiento al sector productivo no financiero del país, creció más del 50% entre el año 2008 y 2015.

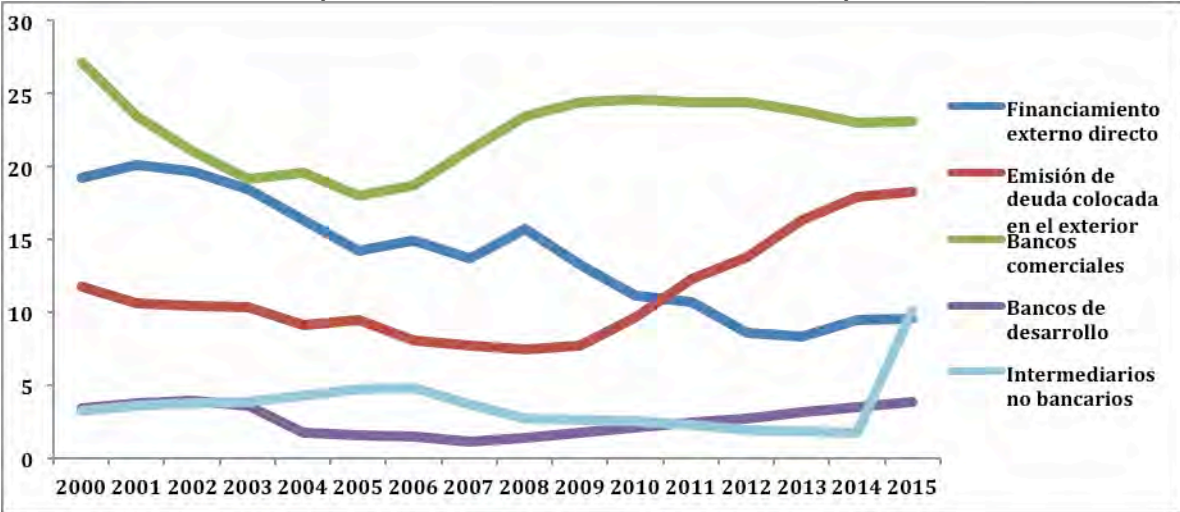
El mercado de bonos se ha convertido en una forma de “facilitar servicios de administración de riesgos de acuerdo con las necesidades de las corporaciones no financieras y también puede asumir una función complementaria con relación al financiamiento de los bancos” (Levy, 2013:199).

Las grandes empresas han mantenido una fuerte dependencia de financiamiento del exterior, ya sea por parte del financiamiento externo directo o bien, a partir del año 2008 con la emisión de bonos en el exterior.

Las empresas han encontrado en el mercado de bonos una forma de valorizar su capital, como respuesta a la falta de mecanismos que provean financiamiento a través de la colocación de bonos en el mercado interno.

Sin embargo, como se ha mencionado, la colocación de bonos en el exterior tiene riesgos sobre la economía nacional y sobre el balance financiero de las empresas.

Gráfica 9
Financiamiento al sector productivo no financiero del país como porcentaje del financiamiento total
(Periodicidad Trimestral 2000-2015)*



*Los intermediarios no bancarios incluye: arrendadoras, uniones de crédito, Entidades de Ahorro y Crédito Popular, Sofomes y Sofoles. En el financiamiento externo directo incluye: crédito de la banca comercial externa, proveedores extranjeros de empresas y otros acreedores.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Financiamiento Total al Sector Privado no Financiero.

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF297&locale=es>

Mercado de bonos doméstico

En México se ha encontrado que entre 1990 y 2000, el mercado de bonos estaba sesgado a la participación del sector público (Jeanneau, 2007:47), la mayor parte de los instrumentos estaban indexados al dólar y eran emitidos a corto plazo, los instrumentos en su mayoría pertenecían al gobierno y su relación con el financiamiento a las empresas era mínima.

La apertura del mercado favoreció el cambio de financiamiento del sector público, incrementando su participación en la emisión de bonos en el mercado nacional y alargando el plazo de vencimiento de las deudas. Las razones por las cuales el sector público ha optado tomar estas medidas corresponden a la estabilidad macroeconómica del país; la volatilidad del tipo de cambio y la falta de estabilidad que impide que la emisión de bonos se concentre en el exterior (Ídem).

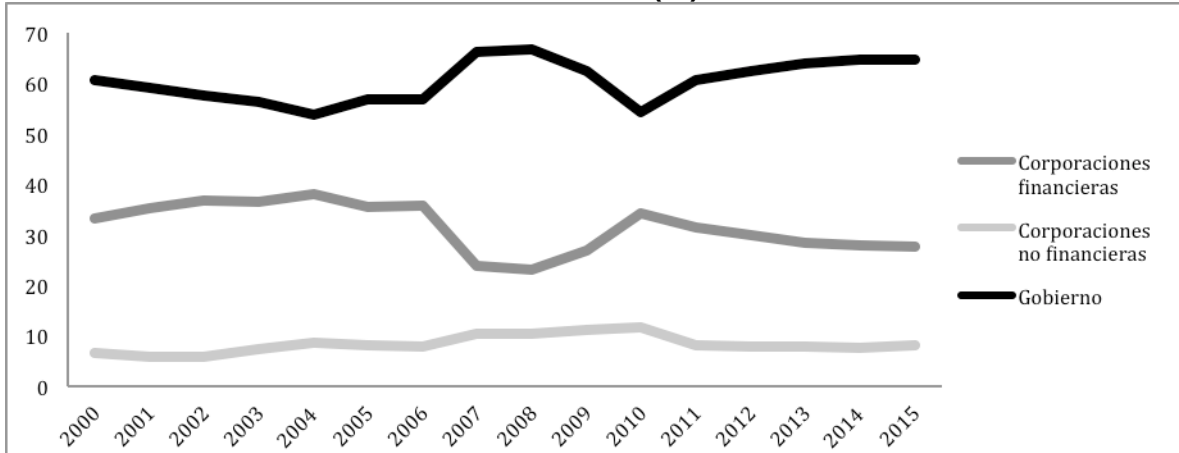
Por ello, el mercado de bonos se ha convertido en la principal fuente de financiamiento del sector público, en el año 2008 la emisión alcanzó su máximo al representar 66% del total de bonos emitidos en el mercado nacional, mientras que en el año 2015 la cifra disminuye a 64% (véase gráfica 10).

El plazo de las deudas emitidas a través del mercado de bonos en el mercado doméstico también ha incrementado, de acuerdo a los datos del BIS sobre emisión de deuda, en promedio el 80% de las emisiones de bonos en el mercado nacional correspondientes al sector público, tienen como plazo de vencimiento el largo plazo. Los bonos a 3 y 20 años encabezan el volumen de circulación, seguidos de los Udibonos a 30 años (Banco de México, 2013:en línea).

El gobierno es el sector que dinamiza el mercado de bonos doméstico al concentrar la mayor parte de éste, seguido por las corporaciones financieras que mantienen una relación inversa con el comportamiento de las emisiones de bonos del sector público; mientras que la participación de las corporaciones no financieras es mínima.

La participación del sector público sobre el mercado de bonos doméstico es creciente, las empresas tienen una reducida participación en la emisión de estos instrumentos.

Gráfica 10
Emisión de bonos en el mercado interno como porcentaje del total emitido
2005-2015 (%)



Fuente: Elaboración propia con datos del BIS, Debt securities issues and amounts outstanding: 2000-2015. <http://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>

BIS Quarterly Review: 'June 2009, Table 16 A: Domestic debt Securities, By sector and residence of issuer (in billions of US dollars), BIS Quarterly Review: June 2009, Table 16 B: Domestic debt securities, By sector and residence of issuers (in billions of US dollars).

El incremento en el nivel de endeudamiento del sector público a través del mercado de bonos tiene riesgos para la economía doméstica, principalmente por la incidencia que tiene la inversión extranjera en la tenencia de estos instrumentos. Correa (2008:34 y 39) sostiene que “el factor que puede proporcionar una idea más completa sobre el nivel que ha alcanzado la participación del sector gubernamental en los mercados financieros, es el grado en que se ha titularizado la deuda estatal, ya sea a nivel central o local”.

México es el país con mayor liquidez de los mercados secundarios gubernamentales de América Latina, el spread¹⁸ entre el bid y el ask es de 3-5 puntos base, siendo uno de los más bajos de la región (véase tabla 1); esto significa que existe un mayor número de participantes en el mercado secundario y al mismo tiempo garantizan liquidez en éste. Por ello, el mercado secundario gubernamental se ha ido desarrollando y posibilita que su influencia sobre el mercado de bonos sea mayor.

¹⁸ El spread representa la diferencia que existe entre el precio más alto que un comprador está dispuesto a pagar por un activo (bid), y el precio más bajo que un vendedor está dispuesto a aceptar por él (ask). Mientras más pequeño sea el spread de un activo, más líquido será su mercado.

El mercado secundario en México comenzó a tomar relevancia a partir del año 2000, con la creación de los certificados bursátiles para la deuda corporativa.

La participación activa de las instituciones financieras no bancarias en la adquisición de estos instrumentos, han favorecido el desarrollo del mercado secundario en México, sin embargo aún permanece en una fase prematura.

El IPAB inició el proceso de titulización¹⁹ en el año 2000, convirtiendo a México en el segundo país de América Latina más activo, en 2006 las operaciones ascendían a 4.400 millones de dólares (Scatigna y Tovar, 2007:55).

Tabla 1
Liquidez del mercado secundario del sector público en 2005

Table 2
Indicators of secondary market liquidity
in local government securities markets in 2005

	Annual turnover		Bid-ask spread	Average size of transaction related to bid-ask spread
	Billions of US dollars	Percentage of outstanding securities		
Argentina	91.5	187	10–50 bp on fixed rate and inflation-indexed bonds	USD 1m
Brazil	433.0	79	5 bp on fixed rate bonds	BRL 10–50m
Chile	26.0	98	5 bp on fixed rate bonds	CLP 100m
			5–10 bp on inflation-indexed bonds	UF 100,000
Colombia	45.0	132	3–5 bp on fixed rate bonds	COP 2bn
Mexico	696.7	494	3–5 bp on fixed rate bonds	MXN 50–100m
			5–15 bp on inflation-indexed bonds	MXN 5–10m
Peru	2.6	46	10–20 bp on fixed rate bonds	USD 1m
Venezuela	2.8	39	50–100 bp on floating rate bonds	VEB 2.4bn
Total	1,297.6	160	---	---
<i>Memo:</i>				
<i>United States</i>	<i>138,756.0</i>	<i>2,186</i>	<i>0.8–1.6 bp on fixed rate bonds</i>	<i>USD 25m</i>

Note: Annual turnover data for Latin American countries correspond to secondary market transactions reported by major dealers and money management firms to the Emerging Markets Trading Association (EMTA). Annual turnover for the United States is based on daily inter-dealer transactions in US Treasury securities as reported in the Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin.

Sources: Sack and Elsassner (2004); Federal Reserve Board; IMF; Citigroup; EMTA; JPMorgan Chase; BIS.

Fuente: Tomado de Jeanneau y Tovar (2015:54)

Pese a que el mercado secundario mexicano es pequeño las condiciones para su desarrollo aún son reducidas; el mercado de bonos corporativo está restringido a empresas de primera y alta calificación y no existe mercado para bonos corporativos de segundo o tercer nivel, lo cual limita a las corporaciones a titular sus deudas con mayor riesgo y reducir los costos sobre éstas (Ibídem:78).

En México el certificado bursátil funciona como forma de titulización²⁰ y por ello las actividades se han concentrado en esté (aunque restringido a determinada

¹⁹ Scatigna y Tovar (2007) definen la titulización como la transformación de activos ordinariamente líquidos o riesgosos en activos más líquidos y menos riesgosos.

²⁰ La forma en la que se titularizan es la siguiente: se emiten los certificados bursátiles, se reciben los recursos con los que adquieren los activos bursatilizados, eliminando la necesidad de

calidad crediticia), su participación sobre el mercado en el año 2007 ascendía a 95% del saldo total en circulación de la deuda corporativa (Medina, 2007:45).

Instituciones Financieras no Bancarias (IFNB) y fondeo del mercado de bonos

Las IFNB son importantes en el sistema financiero, a través de ellas se crean mecanismos para fondear el mercado de bonos e inyectar liquidez en la economía. La participación de estas instituciones en la economía ha incrementado en la última década, los lineamientos para la inversión de estas instituciones son específicos, es decir los recursos no pueden ser invertidos sobre carteras con alto grado de riesgo.

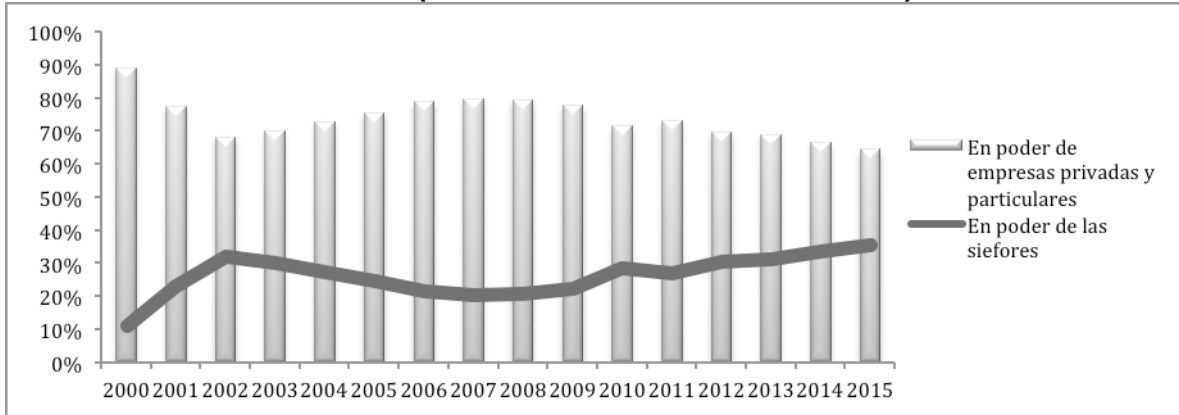
Para el caso de los valores gubernamentales, el riesgo relacionado a ellos es mínimo, por lo cual la inversión sobre estos instrumentos es estable, las Siefors son las IFNB con mayor participación sobre este mercado. En el año 2002 alcanzó su máximo teniendo el 31% de los valores gubernamentales emitidos en el mercado.

Sin embargo, su participación se ha ido desplazando en los últimos años, la tenencia de bonos privados por parte de estas instituciones ha incrementado; las Siefors tienen una mayor participación sobre la tenencia de los bonos emitidos por el sector privado (véase gráfica 11) y su incidencia sobre este mercado es cada vez mayor.

La participación de las Siefors sobre la tenencia de valores se debe a las reformas aplicadas en años anteriores, “el número de empresas que administran los recursos ha variado entre 11 y 15, durante el periodo que llevan funcionando” (De la Luz, 2007:147). En el año 2000 las Siefors concentraban 5% de los valores emitidos y para el año 2015 la cifra ascendía a 35%.

contratación de créditos puente (CNBV, 2017: en línea), es decir se utiliza la figura del fideicomiso como un Vehículo de Propósitos Especiales (SPV por sus siglas en inglés).

Gráfica 11
Tenencia de bonos privados como proporción de total de bonos privados emitidos (al cierre de cada año 2000-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI. Banco de Información Económica: Financiero y bursátil > Actividad bancaria > Agregados monetarios > Activos Financieros Interno en Poder de Residentes. Valores Privados. <http://www.inegi.org.mx/sistemas/bie/>

Las reformas aplicadas a las instituciones financieras son los intentos gubernamentales por generar una base amplia de inversionistas, que desarrolle no sólo el mercado de bonos gubernamental, sino también el mercado de bonos del sector privado.

Para el caso de las Sofoles, su participación se mantiene estable en la tenencia de valores, la mayor parte de los bonos adquiridos corresponden a los bonos emitidos por IPAB (relacionados con el mercado secundario) y en menor proporción a los bonos D, ya que muchos de los recursos están concentrados en el corto plazo, debido a que los accionistas pueden exigir sus inversiones en cualquier momento, por lo que estas instituciones deben mantener su liquidez (Banco de México, 2014: en línea).

Otras de las IFNB que tienen participación sobre el mercado de bonos son las aseguradoras y afianzadoras, estas instituciones mantienen sus inversiones sobre Udibonos, los cuales ofrecen rendimientos crecientes, la mayor parte de estos instrumentos son adquiridos a plazo de 30 años y para el caso de los bonos de renta fija con plazo a vencimiento de 3 años (Ídem). La tenencia de valores gubernamentales por parte de estas instituciones se mantiene estable entre el 4 y 5 por ciento del total de instrumentos.

La base de inversionistas en el mercado de bonos ha incrementado, empero aún se mantiene pequeña y con restricciones para su desarrollo, ya que la mayoría de estas instituciones adquieren bonos gubernamentales y en menor proporción del sector privado; es así que el fondeo del mercado de bonos por parte de las IFNB, está limitado.

Las políticas dirigidas hacia el desarrollo del sistema financiero no han sido homogéneas, el resultado de ello es que no todas las IFNB han incrementado sus actividades en la misma magnitud y no todas están vinculadas al financiamiento de la inversión productiva.

El mercado de bonos privado se mantiene en vías de desarrollo y sesgado a la participación de las empresas y las Siefores.

Conclusiones

Las condiciones de financiamiento internacional proporcionaron al sector público y privado, alternativas de financiamiento. De esta forma, en la última década, el mercado de bonos ha incrementado su participación en el financiamiento de la inversión.

El resultado de esto, es el incremento de liquidez y una mayor conexión entre las economías con mercados desarrollados y economías en vías de desarrollo.

El aspecto característico de este período no sólo es la interacción entre las economías a través de los cambios en la política monetaria, sino también a través de la atracción de flujos de capital.

La incertidumbre prevaleciente en el mercado sobre las variables macroeconómicas y las expectativas sobre el precio de los instrumentos, podría lograr que la influencia de este financiamiento sobre la economía nacional sea altamente inestable, al generar pérdidas potenciales sobre el nivel de ingresos que tienen las empresas; para el caso del sector público el riesgo prevalece sobre el nivel de endeudamiento.

La creciente emisión de instrumentos en el mercado interno y externo, en un ambiente de bajas tasas de crecimiento económico, incertidumbre y alta volatilidad financiera, provee un impacto negativo sobre el crecimiento económico, ya que este financiamiento ha sido temporal sobre todo después de la crisis financiera del año 2008. La necesidad de mantener los flujos de capital internacional con base en la política monetaria genera que el mercado de bonos sea utilizado para atraer liquidez, pero no necesariamente para financiar la inversión productiva.

Conclusiones generales

Las economías capitalistas son organizaciones económicas eminentemente monetarias que requieren operar con instituciones financieras, las cuales han experimentado un gran desarrollo en la etapa actual del modelo económico dominante. Estas instituciones otorgan liquidez a la economía y financiamiento que es fundamental para realizar el gasto de la inversión y financiar el gasto corriente de las empresas.

En este entorno se explica la evolución del sistema financiero a lo largo del tiempo, la generación de instrumentos que movilizan recursos y proveen liquidez al sistema económico, vinculando el sector real con el financiero.

De manera particular el mercado de bonos ha adquirido un papel central en este proceso. Teniendo como eje de investigación este objeto de estudio, a continuación se presentan las principales conclusiones.

En el primer capítulo se hizo una descripción general de la estructura del sistema financiero. De manera particular se describió el funcionamiento de las instituciones participantes en el sistema financiero mexicano, poniendo atención en el mercado de bonos. Se resalta que el mercado financiero cumple con tres principales funciones, primero, otorga liquidez a través de los instrumentos financieros, segundo, garantiza financiamiento de largo plazo y, tercero establece el precio de los títulos financieros.

Asimismo, el desarrollo de las instituciones participantes en el sistema financiero ha permitido que sus actividades tengan mayor alcance y se adecuen a las innovaciones que el sector ha tenido. Por ello, aumentó el número de inversionistas y se diversificaron los instrumentos financieros.

En el mercado de bonos mexicano se han desarrollado los Certificados de la Tesorería (Cetes), Bonos M, Udibonos y Bondes, acompañados por bonos respaldados por hipotecas y certificados bursátiles, para el caso del sector privado.

En el capítulo dos, se presentó un análisis teórico sobre el financiamiento y fondeo de la inversión. En este apartado se encontró que la banca es una institución central en el crecimiento económico porque permite crear recursos financieros para

posibilita la producción de bienes y servicios, así como de bienes de capital.

El fondeo de la inversión estabiliza el sistema financiero, en tanto los instrumentos financieros no bancarios recolectan el ahorro no consumido que genera la producción y la inversión, los cuales transforman el ahorro real en financiero y permiten que las deudas contraídas en el corto plazo se transformen en deuda de largo plazo y se cancelen las deudas bancarias.

Los bonos inyectan liquidez y proveen recursos para que las instituciones enfrenten sus compromisos de corto plazo, lo cual posibilita que se alargue el plazo de las deudas.

En el análisis de Keynes, el financiamiento es tratado a través de la teoría de la preferencia por la liquidez, la cual postula la existencia de incertidumbre en el mercado de capitales. Ello significa que los agentes hacen predicciones sobre el movimiento futuro de la tasa de interés y, por esa vía pueden obtener ganancias financieras. Si en el mercado de capitales predominan las actividades especulativas el ahorro real no se transforma en ahorro financiero y no se cancelan las deudas bancarias.

Kalecki analiza los determinantes de la inversión, señalando que las empresas amplían los planes de inversión mediante la adquisición de fondos externos, los cuales estarán determinados por el tamaño de las empresas, o sea, por la acumulación de las empresas. El nivel de financiamiento que se obtiene a través de fondos externos está en función del riesgo creciente de las empresas: a mayor endeudamiento mayor riesgo y posibilidades de mayor pérdida. De hecho, el riesgo está encargado de explicar la distribución desigual de los fondos externos entre las empresas, en tanto las grandes empresas pueden acceder a mayores montos de financiamiento, es decir a crecientes volúmenes de créditos bancarios y pueden emitir más títulos financieros.

El concepto de incertidumbre y riesgo analizado por los autores mencionados, es retomado por Minsky, quien analiza el financiamiento a través de fases económicas cíclicas. Para Minsky, el sistema bancario se encarga de financiar la inversión y el mercado de valores financia a la banca, bajo este argumento sostiene que los agentes se aventuran a realizar actividades financieras cada vez más

riesgosas con el incentivo de obtener ganancias financieras. Este autor infiere, que el ciclo económico se verá afectado por actividades especulativas, específicamente por las predicciones del comportamiento del precio de los títulos financieros que tienen movimientos independientes a la tasa de interés; por la creación de innovaciones financieras y por incrementos en la tasa de apalancamiento de las instituciones; resultando de esto, recesión con estancamiento económico.

De este capítulo se deduce que las empresas deben fijar los niveles de inversión por debajo de su capital, para que el riesgo disminuya y no se enfrenten a problemas de apalancamiento (aunque la inversión se verá reducida).

En el tercer capítulo se revisó el comportamiento histórico del mercado de valores en México. El objetivo de esta reseña fue determinar la incidencia del mercado de valores en el sistema financiero mexicano, para comprender los problemas actuales que presenta. De esta revisión se deduce que el desarrollo del sistema financiero no ha sido homogéneo, el papel del mercado de valores en el financiamiento estuvo subordinado al desarrollo del sistema bancario, en el período de regulación económica, que desplegó un modelo económico sustentado en la Industrialización por Sustitución de Importaciones. La nacionalización bancaria fue un parteaguas entre el sistema regulado y desregulado y marcó el inicio de las actividades relativas al mercado de valores, es decir de los instrumentos financieros no bancarios.

En este capítulo se concluye que, aunque inicialmente, el mercado de bonos estuvo estrechamente vinculado con el financiamiento del sector público, las reformas aplicadas al sistema financiero contribuyeron a la desregulación y apertura del mercado, lo cual, atrajo la entrada de capitales extranjeros en la economía, que han modificado la estructura del sistema financiero mexicano.

En el cuarto capítulo se analizó el comportamiento del mercado de bonos en México. A partir de este análisis, se acepta la hipótesis planteada en este trabajo de investigación, ya que se encontró que las empresas han incrementado la emisión de bonos en el exterior, desde el año 2008 (ligada a la Gran Crisis Financiera del Estados Unidos). A partir de este año, las economías desarrolladas disminuyeron sus tasa de interés, movilizandando los recursos hacia países emergentes, que

contribuyeron a que las empresas incrementaran su participación en el mercado de bonos, mediante la emisión de títulos en el exterior.

De acuerdo a esto, el financiamiento a través del mercado de bonos ha posibilitado que las empresas incrementen su liquidez bajo condiciones de financiamiento inestables, ya que la creciente deuda contraída en otras divisas generará que cualquier movimiento en las variables monetarias y financieras, intensifiquen los riesgos sobre las empresas.

El mercado de bonos provee financiamiento para la inversión, empero en México aún permanece pequeño y con reducidos mecanismos para promover su desarrollo. Pese a que la participación de las empresas en la emisión de bonos en el exterior ha incrementado, el mercado interno aún permanece dinamizado por el sector público.

La base de inversionistas institucionales se ha acrecentado, pero su incidencia en la tenencia de valores no gubernamentales es pequeña y esta sesgada a la participación de las Siefos.

Por tanto, es necesario promover la participación homogénea de las instituciones en la adquisición de instrumentos financieros no bancarios; reducir la participación del sector público en la emisión de bonos y promover el financiamiento de las empresas a través del mercado de interno de bonos, para así incrementar el nivel de inversión y con ello el crecimiento económico bajo condiciones estables.

ANEXO

1. Deuda Consolidada Exterior Mexicana del 5%, 1899.
2. Deuda Exterior Mexicana del 4% Oro de 1910.
3. Bonos del Tesoro del Gobierno Federal de los Estados Unidos Mexicanos 6% Oro, diez años, 1913.
4. Empréstito del 5% de la ciudad de México, 1889.
5. Caja de Préstamos para Obras de Irrigación y Fomento de la Agricultura, S.A.
6. Deuda del 4% Oro de 1904, de los Estados Unidos Mexicanos.
7. Deuda Interior Consolidada de los Estados Unidos Mexicanos, 1885.
8. Deuda Interior Amortizable, del 5%, 1895.
9. Bonos del Estado de Veracruz.
10. Bonos del Estado de Tamaulipas.
11. Bonos del Estado de Sinaloa.
12. Empréstito 5% de la Compañía del Ferrocarril Nacional de Tehuantepec.
13. Empréstito 4½% de la Compañía del Ferrocarril Nacional de Tehuantepec.
14. Ferrocarriles Nacionales de México, bonos oro de Hipoteca General garantizada del 4%, amortizables en setenta años.
15. Compañía del Ferrocarril de Veracruz al Pacífico, bonos oro de primera Hipoteca garantizada 4½%.
16. Ferrocarriles Nacionales de México Nacionales de México, bonos oro prioridad 4½% amortizables en 50 años.
17. Compañía del Ferrocarril Nacional de México, bonos oro prioridad 4½%.
18. Compañía del Ferrocarril Nacional de México, bonos oro 4% de primera hipoteca consolidada.
19. Compañía del Ferrocarril Internacional Mexicano, bonos en libras esterlinas prioridad 4½%.
20. Compañía del Ferrocarril Internacional Mexicano, bonos oro de primera Hipoteca consolidada del 4%.
21. Compañía del Ferrocarril Panamericano, bonos oro de primera Hipoteca del 5%.

22. Compañía del Ferrocarril Panamericano, bonos oro de Hipoteca general del 5%.
23. Compañía del Ferrocarril Central Mexicano, Ltd., bonos de prioridad de Hipoteca consolidada 5%.
24. Compañía del Ferrocarril Central Mexicano, Ltd., pagarés y certificados 5%.
25. Ferrocarriles Nacionales de México, pagarés oro asegurados 6%.
26. Ferrocarriles Nacionales de México, pagarés asegurados 6%.
27. Bonos de la Deuda Bancaria.
28. Bonos de la Deuda Pública Agraria
29. Bonos de Liquidación de los Sueldos de los Empleados Federales.
30. Bonos de la Deuda Interior de la República Mexicana.
31. Bonos de la Deuda Nacional Consolidada al 5%.
32. Bonos de la Deuda Nacional Consolidada al 3%.
33. Recibos por intereses atrasados, clases "A" y "B".
34. Bonos de la Deuda Pública Interior, 40 años.

Bibliografía

- Borja, F. (1991). *El nuevo sistema financiero mexicano*. Fondo de Cultura Económica, México.
- Cabello, A. (1999). *Globalización y liberalización financieras y la bolsa mexicana de valores, del auge a la crisis*. Plaza y Valdés S. A. de C. V., México, pp. 276-295.
- Castillejos E. (1997). *Estructura del sistema financiero mexicano*. [Seminario de Investigación]. México: Universidad Nacional Autónoma de México. Facultad de Contaduría y Administración.
- Correa, Eugenia. (2004). "Reforma financiera en México". En *Economía Financiera Contemporánea IV*. México: Miguel Ángel Porrúa, pp. 141-180.
- Cortina J. & Álvarez C. (2014). *El mercado de valores gubernamentales en México*. México: Banco de México.
- De la Luz, Gloria. (2007). "Fondos de ahorro para el retiro", en *Financiamiento del crecimiento económico*. México: Porrúa, pp. 136-153.
- Ejea G. & Garrido C. (1991). *Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México 1970-1990*. México: Amacalli Editores
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, actualización de metodología (2013), *El Ahorro Financiero y el Financiamiento en México (2000-2013)*. México, pp.1-5.
- Centro de Investigación para el Desarrollo A.C. Alternativas para el futuro, (1990). *El sistema financiero mexicano*. México: Diana
- FABOZZI, F. (1996). *Mercados e instituciones financieras*. México: Pearson.
- Galicia F. (2001). *El papel de los Tesobonos como causa importante en la incertidumbre cambiaria y la crisis de 1994 y 1995* (Tesis de licenciatura). México: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía.
- García, A. (2007). *Sistema financiero mexicano y el mercado de derivados*. México: Universidad Cristóbal Colón
- Gordon, J. (2003). *Fundamentos de Inversiones Teoría y práctica*, México: Pearson
- Kalecki M. (1956). *Teoría de la dinámica económica*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Kalecki M. (1984). *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970*. México: Fondo de Cultura Económica.

- Keynes J.M. (1943). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes J.M.. (Jun. 1937). *Alternative Theories of the Rate of Interest*. The Economic Journal, 47, 03-10-2016, De JSTORE, Base de datos, pp. 241-252.
- Keynes, J.M. . (Dec. 1937). *The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest*. The Economic Journal, 47,13/07/2010, De JSTOR Base de datos, pp. 663-669.
- León, M. (1995). "El entorno económico y el sistema financiero mexicano". *Comercio Exterior*, Diciembre, 907-910.
- Levy, N. (2007). "Financiamiento del crecimiento y disponibilidad de créditos bancarios". En *Financiamiento del crecimiento económico*. México, pp. 19-43.
- Levy, Noemí . (2001). *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión*. México: UNAM, pp. 1960-1994.
- Levy, Noemí (2006). "Profundización financiera". *Economía Informa*, No. 343, pp. 54-65.
- Levy, Noemí (2013). *Dinero, estructuras financieras y financiarización un debate teórico institucional*. México: Itaca
- Levy, Noemí. (2004). "Financiamiento de la Inversión en México". En *Economía Financiera Contemporánea IV*. México: Miguel Ángel Porrúa, pp. 181-216.
- Licon R. (1998). *Sistema financiero* (Tesis de licenciatura). México: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Ciencias, Actuaría.
- MADURA, J. (2012). *Mercados e instituciones financieras*. México: CENAGE Learning, pp. 133-157.
- Marichal, C. (1998). "Las estrategias de la deuda durante el Porfiriato: la conversión del empréstito de 1888 y el papel de Banamex como la banca del gobierno". En *Don Porfirio presidente..., Nunca omnipotente. Hallazgos, reflexiones y debates 1876-1911*. México : Universidad Iberoamericana, pp. 181-216.
- Minsky H. (1987). *Las razones de Keynes*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Minushkin S. & W. Parker C. (2002). "Relaciones entre la banca y el gobierno: la nueva estructura financiera en México". *Política y gobierno*, Vol. IX, Núm. 1, pp. 181-223.
- Minushkin, S. (2005). "De banqueros a casabolseros: La transformación estructural del sector financiero mexicano". En *Cuando el Estado se hizo banquero*. México:Fondo de Cultura Económica, pp. 1-28.

- ORTIZ L.A. (2005). “Desregulación financiera y transformación de los mecanismos de financiamiento y fondeo a la inversión en México”. *Economía Informa*, núm. 337, pp. 41-51.
- RAMIREZ E. (2001). *Moneda, banca y mercados financieros, instituciones e instrumentos en países en desarrollo*. México: Pearson.
- Rodríguez, P. (2004). “Inversión Extranjera en el mercado financiero en México”. En *Economía Financiera Contemporánea IV*. México: Miguel Ángel Porrúa, pp. 241-266.
- Steindl J. (1993). *Economic Papers 1941-88*. London: MacMillan.
- Ugarte, J. (2004). “Historia Reciente del Mercado de Valores en México”. En *Economía Financiera Contemporánea IV*. México: Miguel Ángel Porrúa, pp. 57-104.
- Venegas, F. & Torres, V. (2009). “Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: efectos de largo plazo y causalidad”. En *Estudios Económicos*. México: Colegio de México, pp. 249 - 283.
- Venegas F. (2007). “Flujos de capital e inversión extranjera de cartera: un análisis de prospectivo del caso”, en *Financiamiento del crecimiento económico*. México: Porrúa, pp. 181-207
- Vicher, Diana. (2013). “Bonos municipales, Empleo y utilidad en Estados Unidos y México”, en *México en la trampa del financiamiento*, México: Biblioteca Nacional de México, pp. 185-201.
- Vidal Gregorio (2007). “Inversión extranjera directa y desarrollo económico”, en *Financiamiento del crecimiento económico*. México: Porrúa. 295-207.
- Villegas, E. & Ortega R. (2009). *Sistema financiero en México*. México: Mc Graw Hill.

Cibergrafía

- Araujo, J. & Klemm, A. (2015). *Trade and financial spillovers to Mexico*. Octubre 23, de IMF Sitio web: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15314.pdf>
- Artal T. A. (2002). *Modelos de desarrollo económico latinoamericano y shocks externos: una revisión histórica*, de Universidad Politécnica de Cartagena Sitio web: https://www.researchgate.net/profile/Andres_Artal-Tur/publication/36720746_Modelos_de_desarrollo_economico_latinoamericano_y_shocks_externos_una_revisión_historica/links/5429365b0cf26120b7b5ab75.pdf
- Banco de México (2010), *Reporte sobre el sistema financiero*. Junio 2010. Recuperado de: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/reportes-sf/%7BDC37ABCB-26F0-020D-145B-5CF397D62E68%7D.pdf>
- Sistema financiero, educación, Banco de México, Sitio web: [Banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html)
- URL: <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html>
- Carabarán Mauricio (2015). *Global liquidity and corporate financing in Mexico*. Mayo, 7, de BIS Sitio web: http://www.bis.org/events/ccaconf2015apr/mexico_global_liquidity.pdf
- Chow J. & Valencia F. (2015). *Corporate vulnerabilities and impact on the real economy*. Octubre, 23, de IMF Sitio web: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15314.pdf>
- Fawley, B. & Neely, C. (2013). *Four Stories of Quantitative Easing*. Enero-Febrero. The Federal Reserve Bank of St. Louis. Sitio web: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf?__hsfp=1773666937&__hssc=221963783.1.1475107200128&__hstc=221963783.fb74ff6c7a2bf7ca3b9c0bf5472e450b.1475107200125.1475107200127.1475107200128.2
- Jeanneau Serge, & Tovar Camilo E. (2007). *Latin America's local currency bond markets an overview*. Junio, 4, de BIS Sitio web: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap36d.pdf>
- Miguel, O. (2009). *El Mercado de Valores en México*. Diciembre, de Centro de Estudios de las Finanzas Públicas Sitio web: <http://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/2009/cefp1242009.pdf>
- Ocampo, J. & Tovar, C. (2008). *External and domestic financing in Latin America: developments, sustainability and financial stability implications*. Abril, 9, de Financing for Development Office (FFD) Sitio web: <http://www.un.org/esa/ffd/events/2008debtworkshop/papers/Ocampo-Tovar-Paper.pdf>

- Peiris, Shanaka J. (2010). *Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets*. Abril, de IMF Sitio web: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1088.pdf>
- Quispe-Agnol, M. & Tovar C. (2008). *New financing trends in Latin America*. Febrero, de BIS Sitio web: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap36a.pdf>
- Ramírez S. (2007). "El mercado de deuda corporativa en México ante la crisis", de Revistas *Bancomext* Sitio web: <http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/125/6/RCE6.pdf>
- Rauh, J. & Sufi, A. (2008). "*Capital structure and debt structure*". Noviembre, de NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Sitio web: <http://www.nber.org/papers/w14488.pdf>
- Shin, H. (2013). *The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies*. Noviembre, 7, de Princeton University Sitio web: http://www.princeton.edu/~hsshin/www/FRBSF_2013.pdf
- Stallings B. & Studart R. (2006) *Financiamiento para el desarrollo, América Latina desde una perspectiva comparada*. CEPAL: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/2479/S0600423_es.pdf;jsessionid=6E768DE00FBD804A3A751992DDD86DBD?sequence=1
- Tovar, C. & Scatigna, M. (2007). *Securitisation in Latin America*. Septiembre, de BIS Sitio web: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709h.pdf
- Turner D. (2015). *Rising Latin American Corporate Debt Brings Risks, Opportunities*. Abril, 29, de Institutional Investor Brands Sitio web: <http://www.institutionalinvestor.com/article/3449247/banking-and-capital-markets-emerging-markets/rising-latin-american-corporate-debt-brings-risks-opportunities.html#.WCNfEeF96b8>
- Vera C. & Titelman D.(2013). *Sistema financiero en América Latina y el Caribe*, de CEPAL Sitio web: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/35880/LCL3746_es.pdf?sequence=1