

Los efectos de la administración capitalista de activos sobre el mercado de renta variable en México y en Estados Unidos*

The effects of capitalist asset management on the equity market in Mexico and the United States.

Ximena Valentina Echenique Romero**

4

Palabras clave

Mercados financieros y macroeconomía

Movimientos de capital a corto plazo

Finanzas internacionales

Expectativas. Especulaciones

Estudios económicos globales

Keywords

Financial Markets and the Macroeconomy

Business Fluctuations

International Finance

Expectations; Speculations

Economywide Country Studies

Jel: E44, F32, F3, D84, O5

* Una primera versión de este texto titulado: *The Mexican and United States equity market under Capitalism Asset Manage*, fue presentado para las Memorias de la Tercera Conferencia Internacional sobre Economía Heterodoxa, celebrada en la Universidad Nacional de Colombia del 16 al 18 de noviembre en Bogotá, Colombia, de 2022.

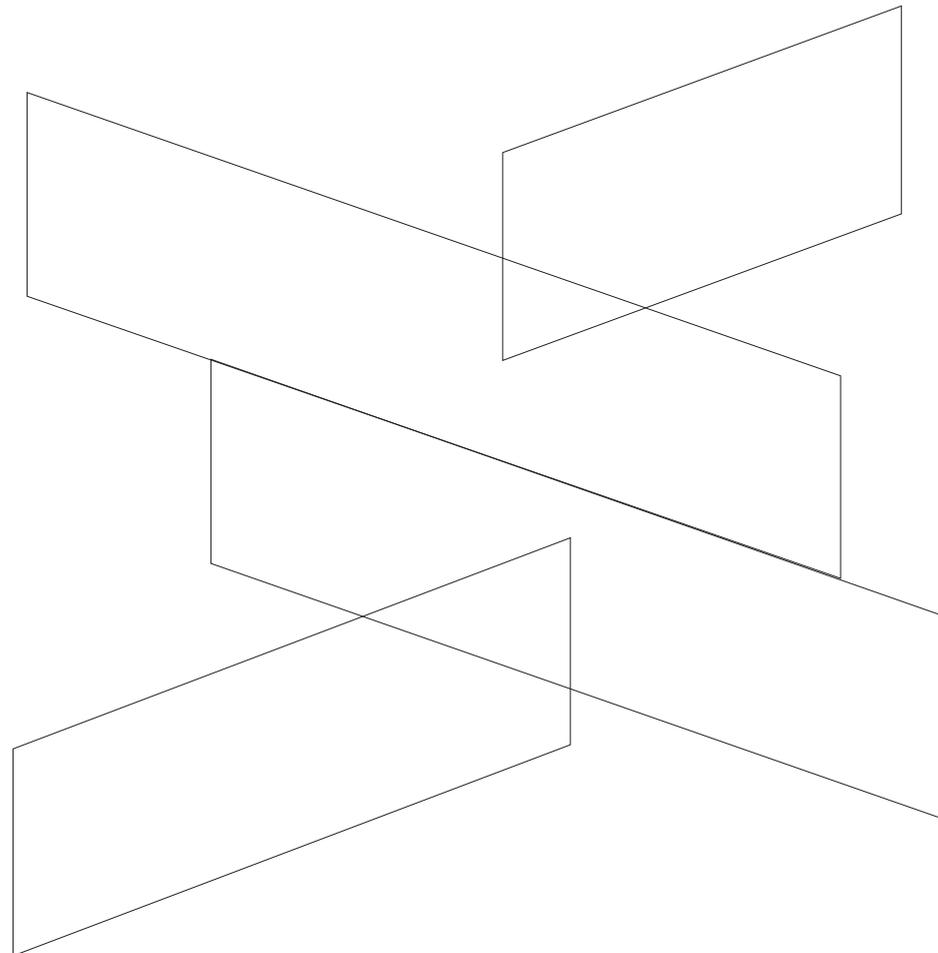
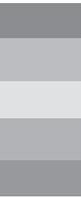
** Profesor Tiempo Completo Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México.

Resumen

El presente artículo, primero; analiza la industria de gestión de activos o administración capitalista de activos dentro del Sistema Financiero Internacional y en qué sentido éste debería promover el crecimiento económico de un país; segundo, estudia el concepto de capitalismo de gestión de activos como la actual fase de gobernanza corporativa a escala internacional; tercero, describe el mercado accionario en México y Estados Unidos con el propósito de identificar el potencial interés de las denominadas “tres grandes” gestoras de activos sobre el mercado mexicano. Esto para demostrar que la administración capitalista de activos consolida una desigual distribución de los instrumentos financieros, específicamente, los activos de renta variable a escala internacional, lo cual produce la subordinación de economías como la de México, al sistema financiero internacional, limitando su crecimiento.

Abstract

The present article, first; analyzes the asset management industry or capitalist asset management within the International Financial System and in what sense it should promote the economic growth of a country; second, it studies the concept of asset management capitalism as the current phase of corporate governance on an international scale; third, it describes the stock market in Mexico and the United States with the purpose of identifying the potential interest of the so-called “big three” asset managers on the Mexican market. This is to demonstrate that the capitalist asset management consolidates an unequal distribution of financial instruments, specifically, variable income assets on an international scale, which produces the subordination of economies such as Mexico, to the international financial system, limiting its growth.



Introducción

En el contexto de los mercados financieros emergentes y poco desarrollados como en el caso de México, debido a que no se alcanza a construir una ventaja que no sea el pago de renta (utilidad temporal) por un mercado de mayor riesgo, la financiarización, en su modalidad de Capitalismo de Gestión de Activos (CGA, *Capitalism Asset Manager*),¹ industria de gestión de activos o administración capitalista de activos, parece consolidar una desigual distribución de los instrumentos financieros, específicamente, los activos de renta variable a escala internacional. Esta situación produce la subordinación de economías como la de México, al sistema financiero internacional, afectando con ello el desarrollo del mercado de renta variable con respecto a la economía estadounidense, en donde dicho mercado está caracterizado por: 1) agentes heterogéneos; 2) información asimétrica y 3) tiempo real.

Para demostrar este fenómeno, el presente documento de investigación desarrolla tres secciones. La primera, ubica el CGA dentro del Sistema Financiero Internacional y en qué sentido el CGA debería promover el crecimiento económico de un país, dado que es una función que, en general, se ha atribuido a los mercados de capitales a escala mundial. La segunda sección analiza el concepto de capitalismo de gestión de activos como la actual fase de gobernanza corporativa a escala internacional, la cual promueve ciertas asimetrías financieras, incluyendo la distribución de activos, hecho al que contribuiría la hegemonía del dólar. La tercera sección presenta una descrip-

1 En escrito sentido CGA significa el *manejo del dinero de terceros*. Actualmente, tres directivos de activos – Vanguard, Black Rock y State Street Global Advisors poseen el 20% de las participaciones promedio de las compañías S&P 500 empresas (Braun., B. Op. Cit).

ción del mercado accionario en México y Estados Unidos mediante un filtro de las empresas que cotizaron el mismo día entre 01/06/2007 y 01/06/2021 y las cuales presentaron índices de Sharpe² positivos. Esto con el propósito de identificar el potencial interés de las denominadas “tres grandes” gestoras de activos sobre el mercado mexicano, en el marco de los problemas estructurales de nuestro país para consolidar el mercado de renta variable como un mecanismo adecuado de financiamiento para el desarrollo.

1. Sistema Financiero Internacional y Capitalismo de Gestión Activos: su tarea en la promoción del crecimiento económico.

En el capitalismo contemporáneo --con actividades sobresalientes del mercado financiero -- se pueden distinguir los siguientes periodos: 1) el capitalismo accionario o capitalismo corporativo, 2) el capitalismo de fondos de pensión, y 3) el capitalismo de gestión de activos. Braun, B. (2021) establece que bajo el capitalismo de gestión de activos se incentiva a los accionistas dominantes a maximizar los activos bajo su administración, en cambio, bajo el régimen de primacía de los accionistas, los accionistas dominantes buscan maximizar el valor bursátil de empresas específicas.

En la medida en que el funcionamiento del sistema financiero se vuelve más complejo por la cantidad de instrumentos que operan en el mercado internacional, se ha identificado su contribución al crecimiento económico cuando se da una adecuada administración de los riesgos de inversión y se reducen los costos de las transacciones. De acuerdo con la teoría convencional, dos factores son importantes de

2 Índice de Sharpe: diferencia entre el rendimiento de un activo y el activo libre de riesgo, sobre la desviación estándar del activo.

considerar en la colocación eficiente de capitales, es decir, asignaciones donde el capital realiza el mayor producto marginal por unidad de inversión. Primero, se trata de un *trade-off* entre las altas tasas de retorno asociadas a proyectos de largo plazo y las correspondientes bajas tasas ligadas a proyectos de corto o mediano plazo (Levine, R., 2004). Segundo, los ahorradores perciben una incertidumbre que crece con la duración del lapso al que prestan liquidez. Esta premura por convertir los activos financieros en fuentes liquidas es un problema permanente, que consolida el valor de la tasa de interés en función de los requerimientos de liquidez inmediata. De hecho, de acuerdo con el IMF (2015), lo que se observa con el CGA es que los bonos que se invierten en activos menos líquidos provocan una mayor fragilidad financiera.

Antes de la crisis financiera de 2007, los bonos no eran un instrumento dominante en el mercado internacional. Incluso, de acuerdo con la CEPAL, entre los elementos que agravaron las consecuencias de las crisis financieras de los años noventa en los países en desarrollo, particularmente aquellas economías del Este de Asia, se encontró un “mercado ausente para los bonos gubernamentales y corporativos” y una participación preponderante del mercado accionario. Hecho que se explica, según el mismo reporte, porque “las ganancias de los bonos están limitadas por la tasa de interés, mientras que las acciones ofrecen la posibilidad de ganancias ilimitadas y por lo tanto pueden compensar el riesgo elevado” (División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, DDECEALC, 2019). Sin embargo, también se observó que América Latina, en contraste con el Este de Asia, presentó un desempeño débil del mercado de capitales, específicamente, en la capitalización del mercado acciona-

rio, derivado ello de un deficiente desempeño macroeconómico, de la ejecución de reformas estructurales y de un contexto internacional adverso.

La tarea de identificar las causas de la debilidad del mercado accionario de los países de América Latina se ha llevado a cabo mediante dos tesis distintas que abordan su relación de causalidad. La primera: el crecimiento económico determina la profundización financiera, en este caso, el bajo crecimiento económico de la región latinoamericana en comparación con el Este de Asia produce asignaciones poco eficientes en la esfera financiera de la región; la segunda, las débiles instituciones financieras de la región inducen un débil proceso de crecimiento económico.

De acuerdo con el mainstream, para que las instituciones financieras fomenten el crecimiento económico de un país, debe existir eficiencia financiera en los mercados. Esta eficiencia tiene dos componentes: la eficiencia informativa y la eficiencia en el arbitraje. La primera se refiere a la afirmación de que el precio actual es el mejor predictor del precio futuro, por lo que, la información existente en una economía es revelada por los precios presentes. Éstos se forman por el valor descontado de los ingresos a la tasa de descuento libre de riesgo. La segunda se enfoca en reducir los costos y el tiempo en las transacciones económicas.

En la literatura financiera no existe consenso acerca de la potencial relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económicos. Luisa Blanco, con base a un panel de datos de 16 países durante 1961-2010, encontró que: *i*) el desarrollo financiero tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico en el largo plazo para los países de alto ingreso, pero un efecto negativo para los países de bajo ingreso, *ii*) la mayor apertura y los menores riesgos están asociados con mayor desarrollo financiero,

iii) el índice de riesgo financiero tiene un efecto significativamente positivo sobre el desarrollo financiero, mientras que el índice de riesgo económico tiene un efecto significativamente negativo, y *iv*) una menor deuda externa y mejores condiciones socioeconómicas impulsa el desarrollo financiero (Blanco, L. 2013).

En su papel de gestores de activos, los inversionistas están interesados en canalizar capital a determinados instrumentos, donde lo importante es la proporción que se asigne a cada uno de ellos, lo cual dependerá de qué tan sensible a la volatilidad sean los capitales administrados por cada agente financiero. Ello en un marco donde no a todos los países les impacta de la misma forma la volatilidad de los mercados (Kose, M. A., 2003).

En el estudio “Desarrollo financiero y la volatilidad del crecimiento: evidencia de series de tiempo para México y Estados Unidos”, y con base a un análisis de series de tiempo, Rodolfo Cermeño, María José Roa y Claudio González demuestran que, “en el caso de EUA –Estados Unidos--, la profundización financiera -- teóricamente medida por el tamaño de los intermediarios financieros-- está relacionada positivamente con la tasa de crecimiento económico, pero su relación con la volatilidad del crecimiento no es significativa” (2016., p.213). En cambio, estos autores estiman que la profundización financiera reduce la volatilidad del crecimiento en México, lo cual impacta positivamente el crecimiento de la economía mexicana; asimismo, que la tasa de crecimiento de la economía norteamericana afecta positivamente la estabilidad de la volatilidad en México y, por ende, su crecimiento económico.

Al respecto, se reconoce que, si bien es el propósito del CGA el colocar fondos con las más altas comisiones, no debiera descuidarse la tasa de retorno del capital. De ahí la necesidad

de analizar la relación entre la tasa de interés y el desempeño del mercado accionario, para descifrar el incentivo que provee el mercado de renta variable para atraer fondos administrados por una instancia que no es un intermediario financiero tradicional.

2. Capitalismo de Gestión de Activos: una gobernanza corporativa que promueve asimetrías financieras.

Técnicamente, el CGA se identifica como la industria de gestión de activos³. De acuerdo con la CEPAL, específicamente con la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (DDECEALC, *Op. Cit.*), la industria de gestión de activos (CGA, siguiendo a Braun, B.) es el segmento de la industria financiera dedicado a administrar y aumentar el valor financiero en nombre de los inversionistas, ya sea a través de la administración conjunta de un fondo de inversión o mediante la administración discrecional del portafolio de un inversionista. Donde el interés en una rama o sector en particular es limitado debido a la relevancia de la diversificación de los portafolios. De ahí que los gestores de activos persiguen las comisiones y compiten por clientes sobre la base de rendimientos relativos.⁴

3 “Entre los instrumentos utilizados por la industria de la gestión de activos están los siguientes: *i*) las sociedades de inversión; *ii*) los fondos mutuos; *iii*) los fondos de capital cerrado; *iv*) los fondos cotizados de inversión; y *v*) los fondos privados. Por su parte, los agentes de la industria de la gestión de activos comprenden a: *i*) los asesores de inversión; *ii*) los operadores de fondos; y *iii*) los operadores de fondo común”. (DDECEALC, 2019, p. 195)

4 La hipótesis del CGA: el poder económico de los propietarios de la riqueza es una función de la organización de las finanzas (Tooze, A., 2022)

En 2020, la industria de gestión de activos creció en 11%, alcanzando \$103 trillones de dólares. En el mismo año, los portafolios minoristas sumaron \$42 trillones de dólares, 41% de los activos globales, con un crecimiento del 11%; los inversionistas institucionales crecieron a una tasa similar para alcanzar \$61 trillones de dólares, o 59% del mercado global.⁵

Los gestores de activos tienden a actuar de manera homogénea y a mostrar un comportamiento de manada (DDECEALC, *Op. Cit.*, pp. 116-120), conocido como Herding, en donde un número considerable de personas toman la misma acción; esto es, algunos imitan las acciones de los demás (Sornette, D. 2003:94). Generalmente, este comportamiento es seguido en mercados especulativos, y está comprobado que: *i)* los fondos administrados por minoristas muestran mayores niveles de Herding con respecto a los inversionistas institucionales y *ii)* los niveles de Herding son más altos para los mercados emergentes y activos de altos rendimientos, y menores para el mercado S&P 500 market, hecho consistente con la noción de que el Herding prevalece en los mercados más opacos y menos líquidos (IFM, 114).

El CGA promueve el desarrollo de un segundo ciclo financiero. Desde el siglo XX, el capitalismo ha transitado por dos ciclos financieros. El primero de éstos se da desde la hegemonía del capitalismo corporativo después de la segunda guerra mundial hasta el capitalismo de fondos de pensiones de los primeros años del siglo XXI, estando este ciclo caracterizado por: *i)* la interconectividad en el sector bancario, *ii)* la permanencia del riesgo bancario sobre otros riesgos, y *iii)* el crecimiento de la deuda de las corporaciones no financieras. El

segundo ciclo financiero, desde el colapso del sistema financiero por la crisis inmobiliaria de 2008 hasta el “fin” de la política *Quantitative Easing* (bajas tasas de interés mediante la adquisición de activos de gran escala por parte de la Reserva Federal o inyección de liquidez) en el denominado mundo postcovid, implicó los siguientes cambios: *i)* una interconectividad no únicamente en el sector bancario, sino sobre el conjunto de los sectores que integran el sistema financiero; *ii)* un predominio de la actividad bancaria comercial en entidades con activos mayores a 250,000 mdd, *iii)* una concentración bancaria comercial con altas tasas de retorno (DDECEALC, *Op. Cit.*), *iv)* un afianzamiento de la tasa de interés de Estados Unidos como el mecanismo de transmisión de la política monetaria estadounidense al resto del mundo, *v)* un descenso de la tasa de interés de la Reserva Federal, *vi)* un crecimiento del mercado de bonos sobre otros instrumentos financieros, y *vii)* la difusión de las externalidades de la “fragilidad financiera” sobre el sector productivo.

La interconectividad estrictamente bancaria se reduce con el CGA, presumiblemente porque la participación de la banca en términos de valor de los activos de las corporaciones financieras se ha reducido en Estados Unidos, país propietario de las más grandes firmas de gestión de activos. Entre 2008 y 2017, los activos totales y los bancarios en la región de Asia presentaron una tasa de crecimiento promedio anual de 24.80% y los bancarios 11.76%; América Latina: 12.91% y 3.70%; América del Norte: 0.46%, -2.12% y Europa: -2.88%, -2.75, respectivamente. Este comportamiento proporciona un adecuado contexto del porqué, hoy en día (2022), la lista de los más grandes bancos esté liderada de acuerdo con *fxssi* por: 1) Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), 2) China Construction Bank Corpo-

5 Datos del Reporte Global de la Industria de Gestión de Activos:
<https://www.bcg.com/publications/2021/global-asset-management-industry-report>

ration (China), 3) Agricultural Bank of China, 4) Bank of China Ltd, 5) JPMorgan Chase (Estados Unidos), 6) Mitsubishi UFJ Financial Group (Japón), 7) BNP Paribas (Francia), 8) HSBC Holdings plc (Reino Unido), 9) Bank of America (BoA) (Estados Unidos), 10) Crédit Agricole (Francia).⁶

Respecto a la fragilidad financiera, ésta resulta de la tendencia endógena de las economías de mercado ante una expansión basada tanto en un incremento del endeudamiento como de la eventual dificultad que tienen los distintos agentes y unidades económicas (sobre todo empresas del sector real y financiero) para cumplir con sus obligaciones de deuda (CEPAL, 2019). Al respecto, un debate que no se agota es si la fragilidad financiera puede limitarse a través de controles de capital (Chandrasekhar, C. P. 2005) una vez que los mercados emergentes y los desarrollados han implementado un proceso de apertura sobre los flujos de capital, particularmente, durante el segundo ciclo financiero.

Teóricamente, para ambos ciclos financieros, se aplica que los intermediarios financieros (IF) tengan la función de canalizar el ahorro y

la inversión sobre proyectos rentables. La información la gestionan estos IF para evaluar las firmas, administrarlas, y crear adecuadas condiciones de mercado. Debido a que las personas muestran cierto rechazo de ser controlados sobre sus ahorros por largos periodos de tiempo, se tiene que el propósito de los intermediarios financieros es alcanzar el acuerdo comercial sobre los activos líquidos e ilíquidos que solvente las necesidades de los ahorradores e inversionistas. Esto es, se identifica que los IF trabajan sobre los costos de transacción e información, al igual que los gestores de activos.

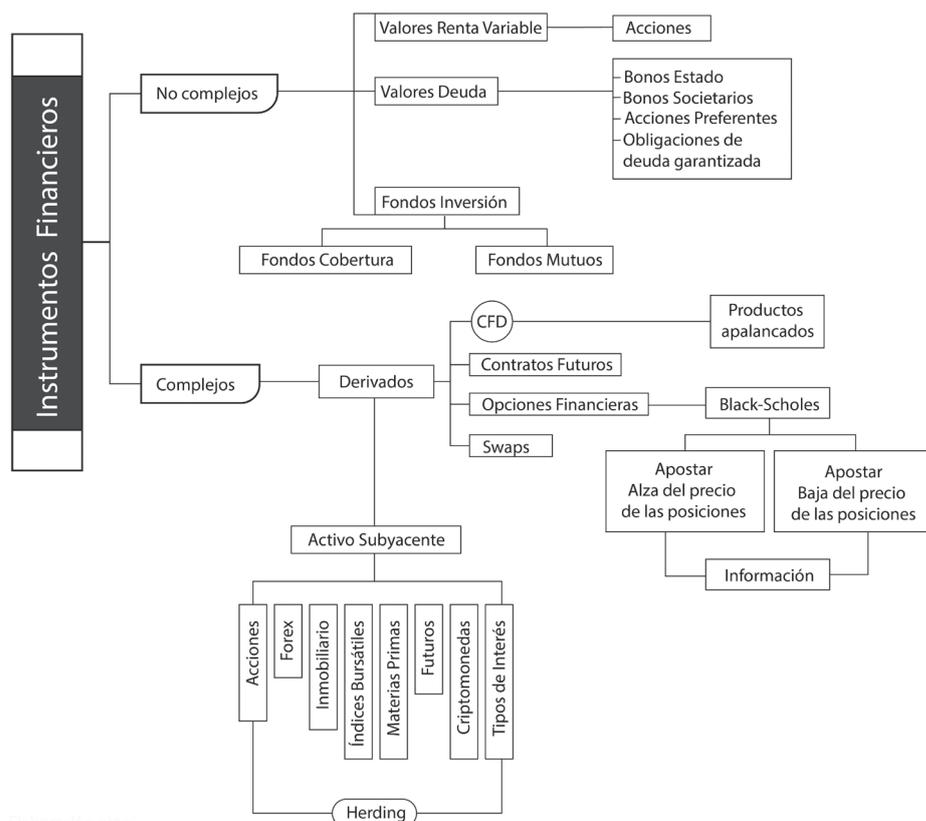
Sin embargo, el CGA que opera en el segundo ciclo financiero ha profundizado tres procesos. El primero tiene que ver con los participantes de la financiarización, que ahora consisten: *a)* instituciones financieras con operaciones a escala global *b)* actividad transfronteriza de los flujos de capital⁷ y *c)* operación de instrumentos financieros a escala mundial (Davis, G., y Kim, S. 2015). Ello en un contexto donde el movimiento de assets y liabilities, es decir, de los flujos de capital, se clasifican en *safer assets* (deuda y crédito bancario) y *risky assets* (equities e inversión extranjera directa) (Passari, E., y Rey, H. 2015).

Sobre estos participantes en la financiarización, técnicamente, están representados por quienes operan los instrumentos financieros que se clasifican en no complejos y complejos. Los primeros se caracterizan por obtener su valor de la valuación de las calificadoras que resulta de la oferta y la demanda de estos títulos; mientras, el valor de los segundos se deriva del subyacente (Véase Esquema 1).

6 En 2018, la distribución geográfica de los 29 bancos globales considerados como instituciones financieras sistémicamente importantes es la siguiente: “seis entidades con sede en los Estados Unidos (J. P. Morgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, Bank of New York Mellon y Morgan Stanley); cuatro en China (Banco de China, Banco Industrial y Comercial de China, Banco Agrícola de China y Banco de Construcción de China); dos con sede en el Reino Unido (Barclays y HSBC Holdings); tres con sede en Francia (BNP Paribas, Crédit Agricole y Société Générale); tres con sede en el Japón (Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group y Sumitomo Mitsui Financial Group); uno con sede en Alemania (Deutsche Bank); dos en Suiza (UBS y Crédit Suisse); uno en Bélgica (Dexia), Italia (Unicredit), los Países Bajos (ING Groep), España (Banco Santander), y el Canadá” (DDECEALC, 2019)

7 *Assets* (derechos): inversión directa (equities y fondos de inversión e instrumentos de deuda), inversión de portafolio (equities y fondos de inversión e instrumentos de deuda) y otras inversiones (equities e instrumentos de deuda); y *liabilities* (obligaciones) -- bajo la misma estructura que los assets --.

Esquema 1. Los instrumentos financieros en los ciclos financieros



Fuente: elaboración propia.

Passari y Rey (*Op. Cit*) a partir de un estudio econométrico muestran cómo los países emergentes alcanzan la misma trayectoria de crecimiento estable a largo plazo de las economías avanzadas, con la diferencia de que la integración financiera incide ahora en dicho crecimiento, en la medida que los flujos de capital resultantes se dirigen hacia donde existe el más alto producto marginal. Por lo tanto, en teoría, el consumo y la inversión suceden a un ritmo más rápido bajo la integración financiera en comparación con la autarquía financiera. Hecho al que, supuestamente, podría contribuir

la industria de gestión de activos debido a la preferente asignación de liquidez en proyectos donde la tasa interna de retorno supera el costo de capital o al menos lo iguala.

No obstante, lo anterior, el resultado del proceso de financiarización ha sido un poder financiero centrado tanto en los países tradicionalmente desarrollados, como en ciertas economías asiáticas. La financiarización ha conducido entonces a desequilibrios globales debido a un déficit de activos seguros en la periferia (Cerpa, N., y Dymski, G., 2021). Esto ha dado lugar a un débil sistema financiero

global. Paralelamente, se ha desarrollado una asimetría del poder financiero. Tales efectos financieros negativos generan un riesgo moral, consistente en una esperada actitud oportunista de los agentes con baja capacidad de pago al conocer que tendrán un “prestamista” o “fiador” de última instancia, como sucedió con la crisis de deuda externa de América Latina en los años setenta del siglo XX.

En la Tabla 1 podemos observar la concentración de aproximadamente 90% en la com-

posición de las transacciones promedio diarias de los instrumentos complejos (Forwards, Swaps, Opciones, Otros) en Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Japón, Alemania e Italia. Cabe destacar que, en 2016, un punto importante de inflexión se presentó porque la participación de Estados Unidos superó la de Reino Unido, con el 40% de los instrumentos financieros complejos a escala mundial, seguido por Francia y Japón. Mientras, México no ha superado el 0.05% de la contribución.

Tabla 1. Composición de las transacciones promedio diarias de los instrumentos complejos (Forwards, Swaps, Opciones, Otros)

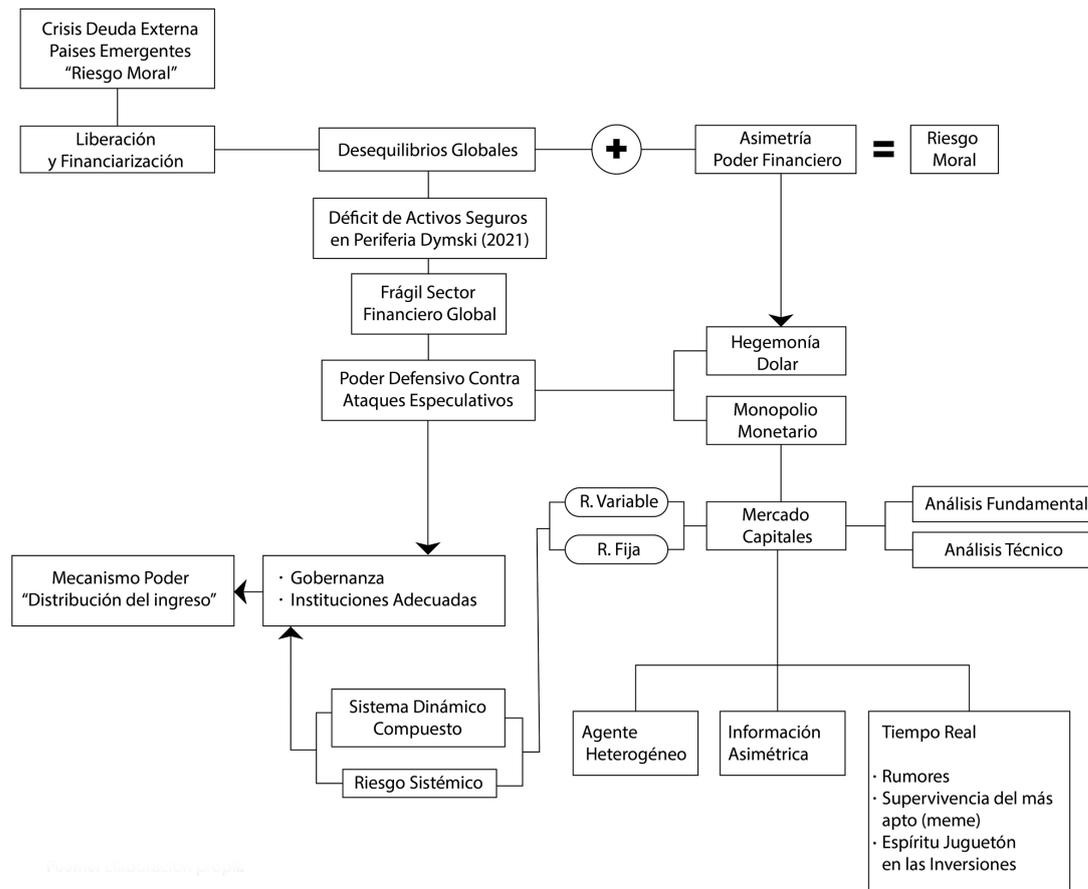
	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
Francia	11.81%	9.63%	11.37%	8.10%	7.30%	5.39%	4.65%	1.64%
Alemania	8.46%	13.91%	3.22%	4.15%	1.83%	3.75%	1.03%	0.76%
Italia	1.18%	3.51%	2.85%	1.37%	1.03%	1.01%	0.46%	0.16%
Japón	9.20%	2.33%	2.32%	3.51%	3.39%	3.33%	1.84%	1.85%
Reino Unido	35.77%	35.17%	42.32%	44.04%	46.62%	45.70%	38.84%	50.11%
Estados Unidos	17.01%	17.11%	23.86%	24.16%	24.23%	23.75%	40.83%	32.17%
México	0.05%	0.05%	0.10%	0.13%	0.05%	0.05%	0.05%	0.02%

Fuente: elaboración propia con base en BIS.

De manera particular, la asimetría del poder financiero está relacionada con la hegemonía del dólar y, por ende, con el monopolio monetario, que sucede en el mercado de capitales tanto de renta variable como de renta fija, cuya operación está caracterizada por: 1) existencia de agentes heterogéneos, 2) asimetría de la información y 3) tiempo real. Ahora

bien, el riesgo moral obliga a las instituciones financieras a contar con un esquema defensivo contra ataques especulativos; a implementar reglas específicas de gobernanza; y a construir instituciones adecuadas. En estricto sentido, se trata de crear un mecanismo de poder que impulse la distribución del ingreso.

Esquema 2. La gobernanza del poder financiero global.



Fuente: elaboración propia.

En segundo lugar, el CGA ha profundizado la *securitización*: centrada en la emisión de un cumulo de préstamos para financiar la adquisición de activos desde una entidad legal encargada de buscar a inversionistas. Estas agencias constituyen uno de los puntos neurálgicos del capitalismo de gestión de activos ya que emplean técnicas asociadas al reciclaje crediticio. El modelo de crecimiento mediante deuda que resulta de las operaciones apalancadas dentro del CGA promueve atender tres procesos. El primero es la endogeneidad

del riesgo financiero a través de mecanismos de regulación ante problemas de insolvencia o falta de capacidad de pago. El segundo, es la valuación del riesgo, considerando información tanto pública como privada, ya que los precios de los títulos no reflejan fielmente el valor real de los activos. El tercer proceso por atender es dar un tratamiento sistémico del ciclo financiero, ello mediante la realización de reformas estructurales que permitan aumentar la resiliencia económica, y la implementación de políticas prudenciales enfocadas a controlar las exuberancias irracionales.

Un análisis empírico que evidencia lo arriba descrito se observa en que los fondos pueden crear y amplificar riesgos, específicamente, el riesgo sistémico (International Monetary Fund, 2015). Esto porque se fomentan inversiones en securities ilíquidos, tales como los bonos corporativos de alto rendimiento o los instrumentos ofrecidos en mercados emergentes de activos. Por lo tanto, es recomendable tanto una supervisión microprudencial de los riesgos, como el diseño de medidas macroprudenciales para la industria. De hecho, el programa de *Quantitative Easing* creó una liquidez de emergencia que condujo a un potencial riesgo moral, mismo que implicó al menos en teoría, el plantear mecanismos de supervisión que buscasen la estabilidad financiera y que reconociesen a la liquidez global como una variable determinante del ciclo financiero y del ciclo de negocios (Caruana, J. 2014). Dicha liquidez global queda entonces sujeta a políticas macroprudenciales que busquen evitar riesgos sistémicos (Goodhart, C., *et al*, 2013; Goodhart, C., *et al*, 2005) en un contexto de creciente debate sobre su efectividad (Nabar, M., 2020; Persaud, A. 2015).

En el entorno económico global, se ha examinado el papel de los instrumentos de inversión radicados en las economías avanzadas, en la transmisión de los shocks financieros. Al respecto, un hallazgo es que, en particular, los fondos mutuos contribuyen a transmitir los shocks desde los equities bancarios hacia los -equities de las firmas no financieras. Otro hallazgo es que los fondos mutuos que incurren en pérdidas por la deuda titulizada optan por vender bonos corporativos, impactando con ello el precio de los bonos en poder de estos fondos (IFM, 2015).

En tercer lugar, la concentración de la riqueza se ha consolidado con la existencia de los CGA, porque además de poseer importan-

tes bancos norteamericanos, tales como Black Rock, el Vanguard Group y el State Street Corp, se sabe que, en el año 2022, las empresas de CGA poseían el 22% de las compañías S&P 500, representando ello un considerable incremento respecto al 13.5% de 2008 (Tooze, A., 2022). Los grandes propietarios son dependientes entonces de la actuación macroeconómica, tal como de la política monetaria de *Quantitative Easing*, dado que muchas variables relevantes afectan la organización financiera de los actores.

En términos de gobernanza corporativa la fase del capitalismo financiero del CGA consta de cuatro elementos (IMF, 2015): “Primero, la propiedad de acciones de EE. UU. se concentra en manos de administradores de activos gigantes. Segundo, debido al tamaño de sus participaciones, los administradores de activos son, en principio, accionistas fuertes con considerable control sobre la gestión empresarial. Tercero, los grandes administradores de activos son “propietarios universales” que tienen carteras completamente diversificadas. Cuarto, los gestores de activos no tienen ningún interés económico directo en las sociedades de su cartera”)

Estos diversos aspectos asociados al CGA, impulsan una coordinación entre las grandes calificadoras (Fitch Ratings, Moody’s y Standard and Poor’s) y los principales gestores de activos (BlackRock, Vanguard, State Street, Fidelity Investmen, Wellington Management) ya que estos dos grupos se encargan de definir criterios respecto a la estimación de riesgos y rendimientos, centrándose en promover una estabilidad financiera bajo una nueva gobernanza corporativa representada por las prácticas de CGA en los países desarrollados. Sin embargo, el proceso de liberalización y financiarización ha determinado un ciclo financiero global caracterizado por un permanente ries-

go sistémico⁸ debido a la prociclicidad de los flujos de capital (Stallings, B. 2006: 117-150). El comportamiento procíclico crea entonces una expansión de las hojas de balance, determinando con ello el grado de liquidez de los bancos centrales (Tobias, A., y Son, H. 2010). Derivado de esto, en ocasiones se han requerido medidas macroeconómicas de regulación aplicables tanto a instituciones privadas como centrales, con la finalidad de solventar los problemas económico- financieros y de reactivar el ciclo de crecimiento.

Los riesgos de los fondos financieros tipo Prudential es abordado por diversos autores, incluyendo Viral (2009), en el contexto de la probabilidad de impago de los bancos y estimado por la correlación endógena de los rendimientos de los activos en poder de los bancos (Huang, X., *et al.*, 2009). Viral proporciona elementos para demostrar: que: *i*) las inversiones correlacionadas aumentan el riesgo agregado de toda la economía; *ii*) los mecanismos regulatorios (cierre de bancos y requisitos de suficiencia de capital) no logran reducir el riesgo e incluso lo pueden acentuar; y *iii*) la regulación prudencial opera a nivel colectivo (conjunto de bancos) como individual (específico del banco). Entonces, en algún sentido la administración de riesgos es necesaria en esta fase del CGA, dado que parte de las externalidades que produce este riesgo sistémico recaen directamente sobre los fondos de pensiones y los seguros (Besar, D., *et al.*, 2011); y sobre otros tipos de fondos.

8 Entre las variables que afectan los riesgos se encuentran: actividad económica y nivel de empleo (riesgo de crédito), tasas de interés sobre préstamos (riesgo de liquidez) y precios de activos (riesgo de mercado). (CEPAL, 2019)

3. Debilidades del mercado accionario mexicano que se podrían profundizar con la administración capitalista de activos

Algunos autores han sugerido acciones concretas para un desarrollo financiero sostenible. De acuerdo con Levine (*Op.Cit*), el dicho desarrollo implica mejoras sobre: *i*) la producción de información ex ante sobre las inversiones posibles; *ii*) el monitoreo de inversiones e implementación de gobernanza corporativa; *iii*) el comercio, la diversificación, y la administración de riesgos; *iv*) la movilización y acumulación de ahorros; y *v*) el intercambio de bienes y servicios. Se asume que estas acciones, reconocidas como dimensiones dentro del sistema financiero pueden influir positivamente la toma de decisiones de ahorro e inversión y, por lo tanto, fomentar el crecimiento económico. De ahí que, en el segundo ciclo financiero la industria de gestión de activos favorece el crecimiento económico en la medida en que esta industria impulse cualquiera de estas cinco acciones (primera dimensión). Sin embargo, se reconoce que existen otros elementos que afectan el crecimiento económico y la distribución del ingreso (segunda dimensión), incluyendo las leyes, las regulaciones y las políticas macroeconómicas implicadas en la operación de los acuerdos financieros.

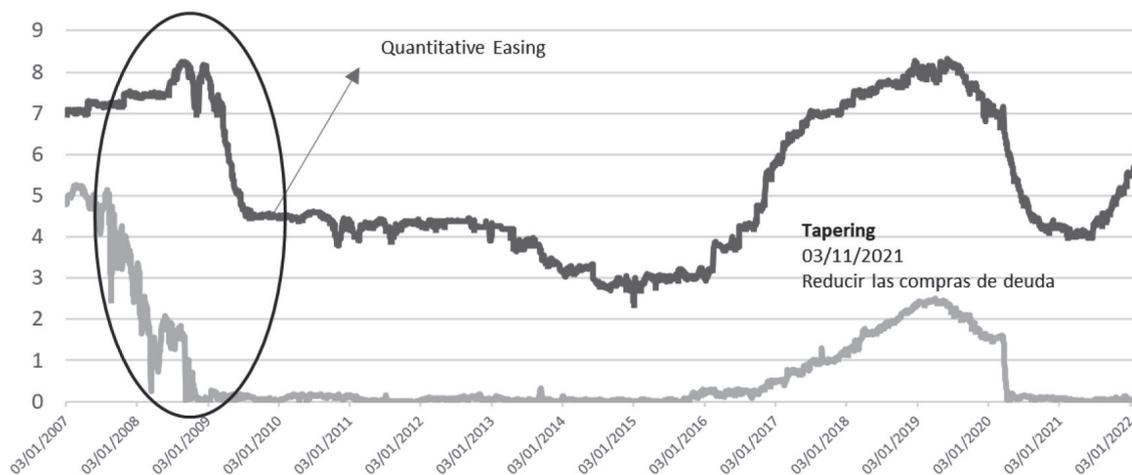
En el segundo ciclo financiero (en consecuencia, en el CGA) la relación de <<subordinación>> de economías como la mexicana ante el sistema financiero internacional ha limitado el desarrollo del mercado de renta variable en México con relación a Estados Unidos. Las diferencias en variables macroeconómicas tales como la tasa de interés y el tipo de cambio, mismas que no actúan a favor del crecimiento productivo nacional, son factores que abonan al débil crecimiento doméstico. (Gráfica 1 y Gráfica 2)

La Gráfica 1, expresa el diferencial entre la tasa de interés de Estados Unidos y México de 2007 a 2022. Este periodo abarca el proceso de Quantitative Easing y Tapering (reducción de adquisición de activos o restricción de liquidez). En ambos periodos, de acuerdo con la teoría de la paridad de intereses no cubiertas, la mayor tasa de interés en México con respec-

to a Estados Unidos habría de compensarse con la depreciación del tipo de cambio a largo plazo, lo cual no sucede. En cambio, se presume una constatare apreciación cambiaria del peso. En la Gráfica 2, este proceso se refleja en la distancia entre el tipo de cambio esperado y el diferencial de la tasa de interés: México – Estados Unidos.

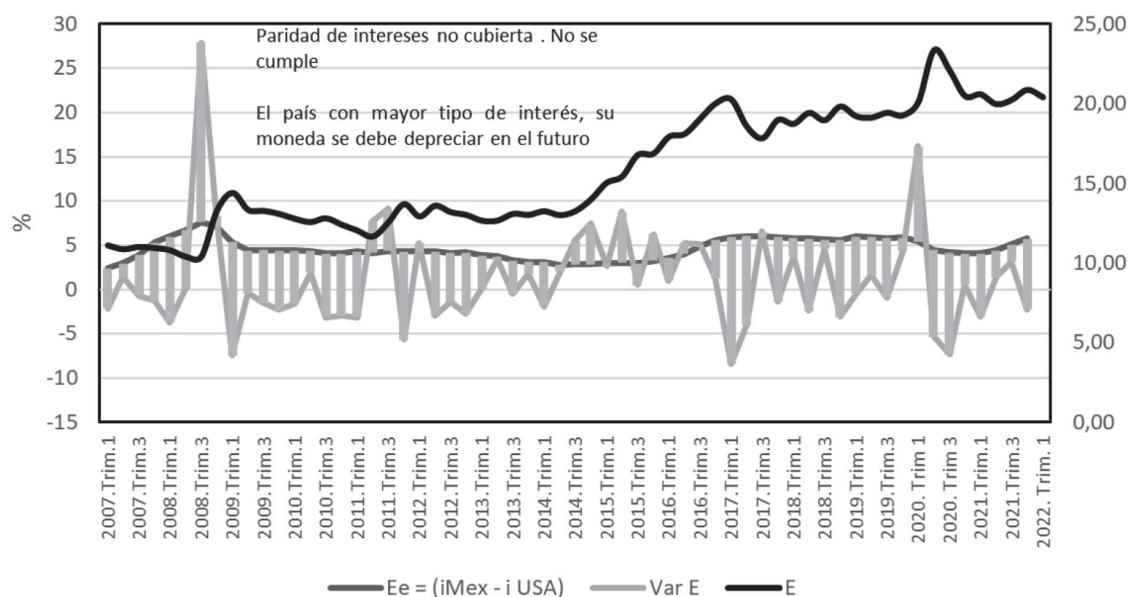
Gráfica 1

Tasa de interés 1 Month Treasury Bill Market Bid Yield at Constant Maturity (EUA) y CETES 28 días (México)



Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

Gráfica 2 Tipo de cambio y diferencial de tasas de interés



Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

Las debilidades del mercado de renta variable en México también son resultado de un problema estructural. En la literatura sobre Sistema Financiero y Monetario Internacional existe un foco de atención en los déficits en cuenta corriente, no así en la cuenta de capital. Esto es razonable cuando las cuentas de capital son demasiado segmentadas y no cuando están plenamente integradas (Borio, C., *et al.*, 2014), como lo implica el segundo ciclo financiero que plantea este estudio. En esta fase el “exceso de elasticidad financiera” (*Ibidem.*) hace relevante el papel de las instituciones que atienden el desarrollo financiero, gestándose la necesidad de reconocer al sistema financiero como bien público que contribuya al desarrollo económico, donde el papel del Estado,

como en cualquier proceso de desarrollo que se haya observado hasta la fecha (Boyer, R. 2019), es innegable. Incluso, se ha reconocido un mejor manejo de las crisis financieras en las economías desarrolladas con Estados no disminuidos (Stockhammer, E. 2008).

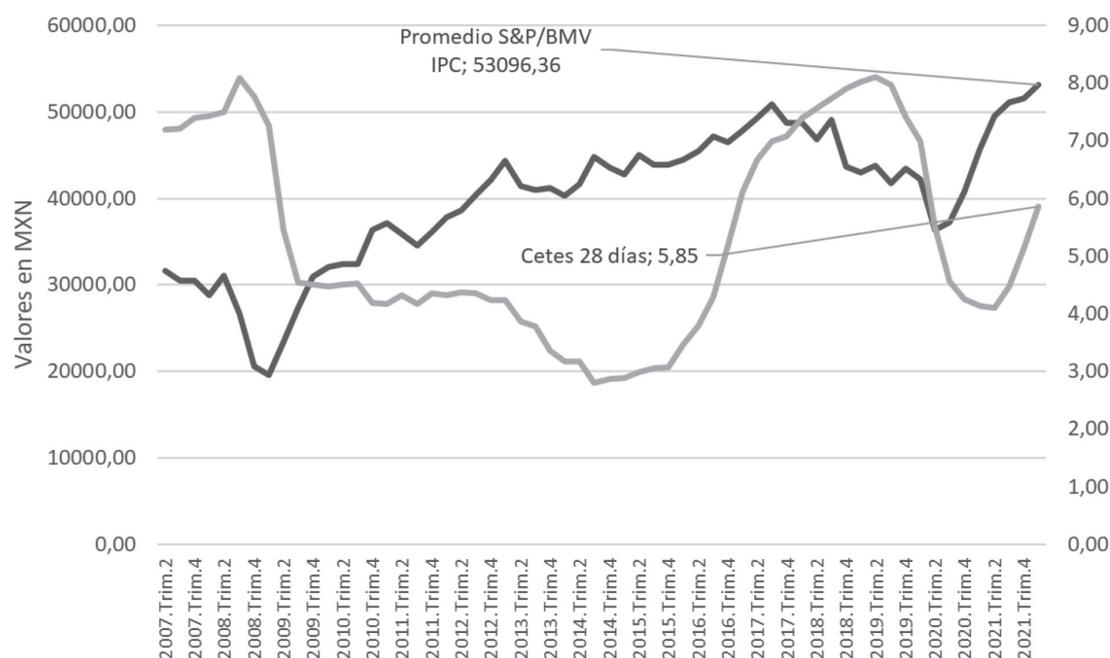
Respecto al comportamiento del mercado accionario mexicano durante el periodo de 1995 a 2017, y mediante el uso de técnicas de regresión múltiple, se tiene lo siguiente (Castro, 2018) *i)* no existe una relación estadísticamente significativa entre la tasa de interés y la ganancia de capital; *ii)* el tipo de cambio y la inflación impactan de forma negativa el rendimiento del mercado accionario, y *iii)* el crecimiento económico, el precio internacional del petróleo y la tendencia del índice Dow Jones

del mercado accionario norteamericano correlacionan positivamente con la ganancia de capital del mercado accionario mexicano. Esto es, el comportamiento del mercado accionario mexicano está determinado por factores exógenos, por encima de las condiciones locales.

Aunado a lo anterior, en un estudio econométrico (contraste unifactorial y regresión lineal simple) y multifactorial (regresión lineal múltiple) se destaca que el tipo de cambio y el

precio del petróleo son factores que influyen en el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (López-Juárez, G. I. 2019), revelándose así una relación de causalidad con el índice de producción industrial (Villarreal-Samaniego, J. 2021). Con respecto a la tasa de interés, lo que se observa es una relación inversa durante prolongados periodos después de la crisis financiera de 2008 (Gráfica 3).

Gráfica 3 Tasa CETE 28 días y S&P /BMV IPC (Promedio)

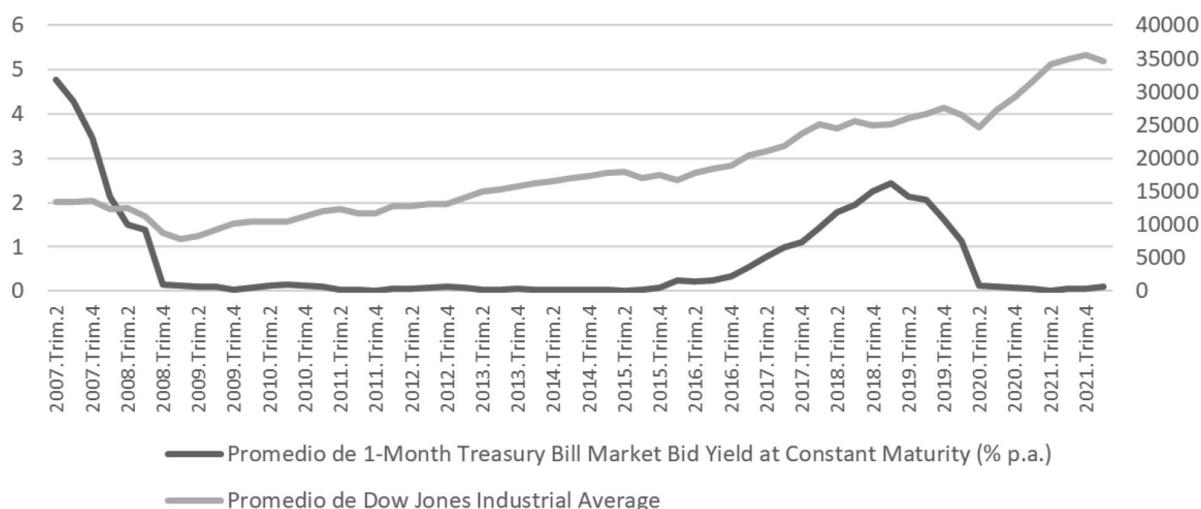


Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

Con respecto a Estados Unidos, en la gráfica 4 se puede observar una tendencia al alza del Dow Jones Industrial Average, con una diferencia del promedio de 1-month treasury,

el cual tuvo un segundo punto máximo en 2018, y a partir de esa fecha empezó a bajar hasta llegar a cero nuevamente en 2020.

Gráfica 4 Dow Jones (Valores en USD) & 1-Month Treasury



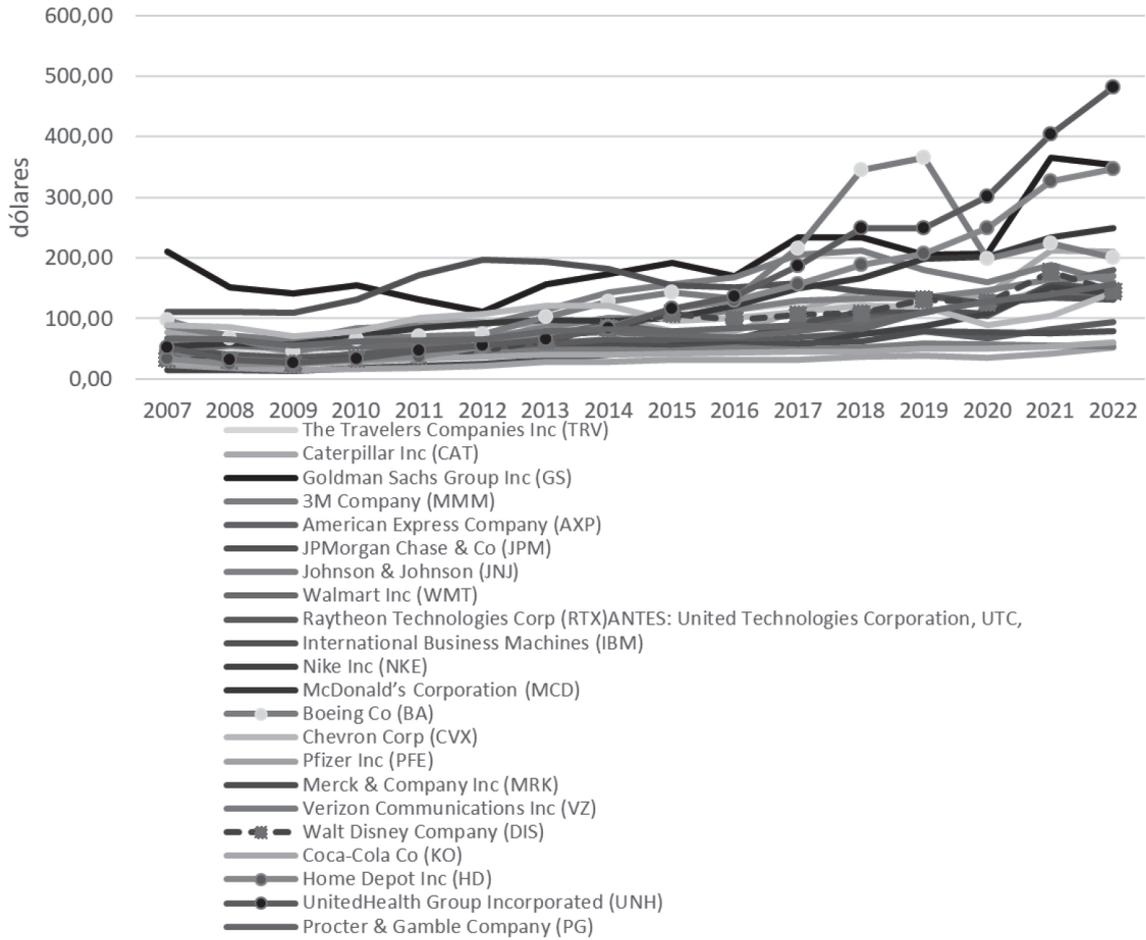
Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

Para evaluar el mercado de capital variable en México y en Estados Unidos se revisaron los promedios diarios de los precios de cierre de las acciones que cotizaron en bolsa desde 2007 hasta 2022 (IT), junto con el desempeño de un portafolio de inversión con índices de Sharpe positivos. En ambos países lo que observamos es un esquema oligopólico, si bien es menos fuerte en el caso de México. En la Gráfica 5: precio promedio de acciones de empresas estadounidenses, se puede observar que UnitedHealth Group Incorporate, Home depot inc y McDonald's Corporation son las empresas que en general van al alza en el precio de sus acciones después del año 2020, el

cual estuvo marcado por la crisis económica generada por la pandemia del COVID-19. En las gráficas 6 y 7 se pueden observar otros desempeños de diferentes empresas y financieras estadounidenses. En la Gráfica 6 podemos observar que Goldman Sachs Group Inc, Boein CO y UnitedHealth Group Incorporate, son las empresas con el precio promedio más alto, en contraparte están Pfizer Verizon y Coca-Cola con los precios promedios más bajos.

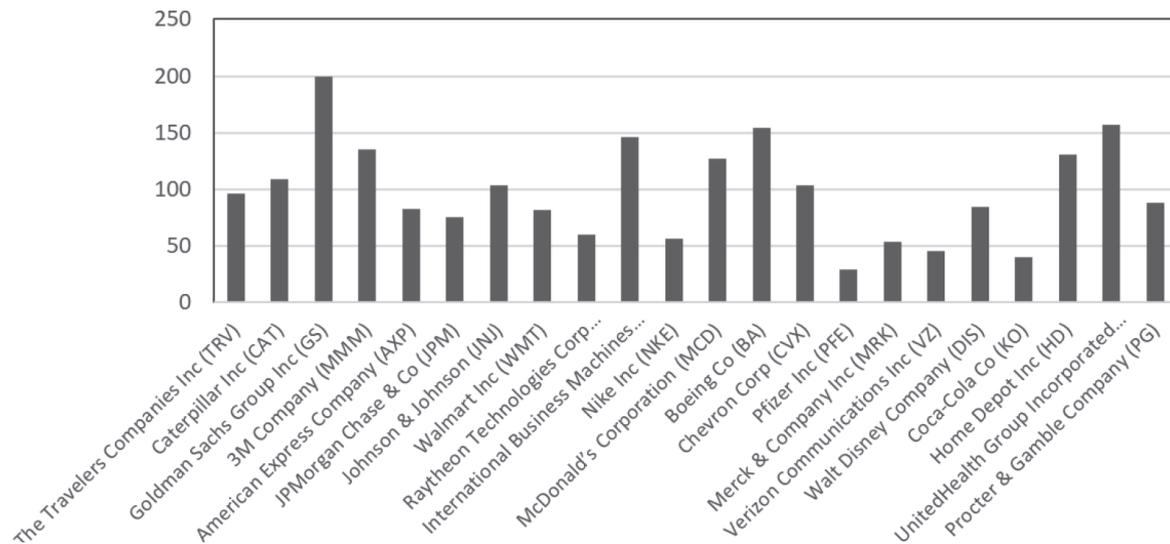
Por otro lado, en cuanto al precio promedio de acciones de NASDAQ, a partir de 2017 Microsoft Corporation tiene el precio promedio más alto, seguido de Apple Inc, la cual en 2019 despunta y supera a Intel Corporation y Walgreens Boots Alliance. (Gráfica 7)

Gráfica 5 Precio promedio de acciones NYSE, 2007-2022IT



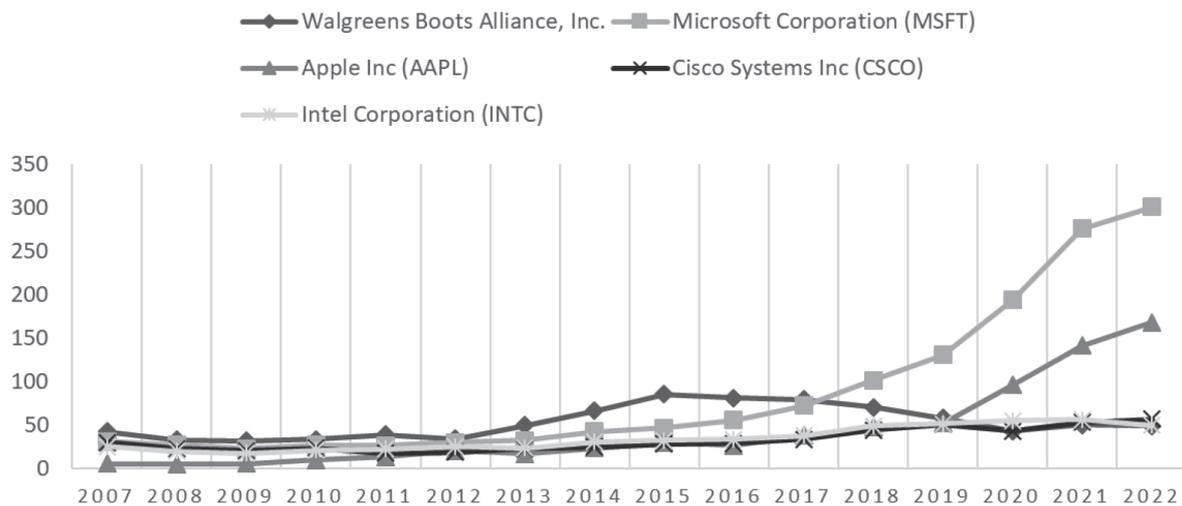
Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México

Gráfica 6 Precio promedio de acciones NYSE (dólares), 2007-2022Q1



Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

Gráfica 7 Precio promedio de acciones NASDAQ (dólares) 2007-2022

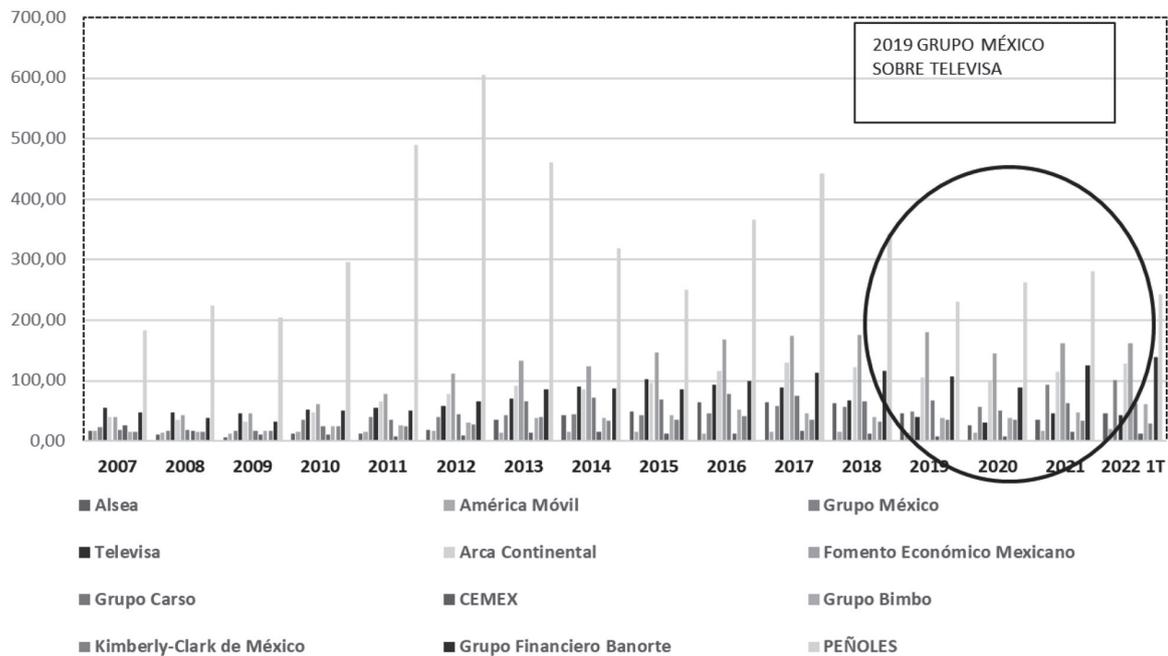


Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

Respecto al comportamiento bursátil en México, la Gráfica 8 ilustra la evolución de los precios promedio de acciones en México, destacando que la empresa Peñoles de 2007 a 2022

tuvo el precio promedio más alto, seguido (a partir de 2011) de Fomento Económico Mexicano y de Arca Monumental.

Gráfica 8 México precio promedio de las acciones S&P/BMV IPC (valores en MXN)



Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal y Banco de México.

4. Conclusiones

Ante las condiciones estructurales y tendencias de la economía financiera a escala internacional expuestas brevemente en este documento podemos trazar dos alternativas de política económica que fomenten la estabilidad del sistema financiero internacional. En primer lugar, continuar con el intento de hacer rentable el mercado de renta variable para los gestores de activos, ante las altas probabilidades de débiles resultados en materia de crecimiento económico, sobre todo cuando domina una asimétrica distribución de los instrumentos financieros. En segundo lugar, impulsar el crecimiento del mercado de capitales mediante el crecimiento del mercado interno, fortaleciendo potencialmente una relación de causalidad entre el crecimiento industrial y la capitalización del mercado, hecho que representa grandes desafíos por el capitalismo rentista prevaleciente, particularmente para México, que debe exhibir una ventaja además del pago de renta (utilidad circunstancial) dado el mayor riesgo de mercado. En tercer lugar, construir un sistema financiero, reconociéndolo como bien público que puede contribuir al crecimiento económico de los países en desarrollo como México, impulsando asimismo actores económicos alternativos a los denominados “tres grandes”. No obstante, es importante advertir que la política financiera que en México se desarrolle no puede ser ajena a la dinámica internacional, la cual apuesta por una gobernanza financiera a través de instituciones supranacionales. 🌐

Bibliografía

- Acharya, V. (2009). A theory of systemic risk and design of prudential bank regulation, *Journal of Financial Stability*, 5(3), 224–255.
- Alejo, G., y Castro, A. (2018). Relación entre la ganancia de capital del mercado accionario mexicano y las variaciones económico-financieras en el entorno de liberalización financiera y tipo de cambio flexible, 1995-2017. *Revista de la Facultad de Contaduría y Ciencias Administrativas*, 3(5), 38-48. Recuperado en <https://rfcca.umich.mx/index.php/rfcca/article/view/80>
- Besar, D., Booth, P., Chan, K., Milne, A., y Pickles, J. (2011). Systemic Risk in Financial Services. *British Actuarial Journal*, 16(2), 195-340. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/41300457>
- Blanco, L. (2013). FINANCE, GROWTH, AND INSTITUTIONS IN LATIN AMERICA: WHAT ARE THE LINKS? *Latin American Journal of Economics*, 50(2), 179-208. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/90003513>
- Borio, C., James, H., y Song, H. S., (2014). The international monetary and financial system: a capital account historical perspective, *Bank For International Settlements BIS Working Papers No. 457*.
- Boyer, R. (2019). The Process of Development: The Contribution of Regulation Theory., en Niskanen, M., & Ocampo, J. A., (2019) *The Palgrave Handbook of Development Economics.*, palgrave macmillan, pp. 177-228. doi: https://doi.org/10.1007/978-3-030-14000-7_6
- Braun, B. (2021). *Asset Manager Capitalism as a Corporate Governance Regime.*, en Hacker, J. S., Hertel-Fernandez, A., Pierson, P., & Thelen, K. (eds.). *American Political Economy: Politics, Markets, and Power*. New York: Cambridge University Press, forthcoming.

- Caruana, J. (2014). Global liquidity: where it stands, and why it matters, *IMFS Distinguished Lecture at the Goethe University*, Frankfurt, Germany. Recuperado de <https://www.bis.org/speeches/sp140305.pdf>
- Cermeño, R., Roa, M.J., y González-Vega, C. (2016). Desarrollo financiero y la volatilidad del crecimiento: evidencia de series de tiempo para México y Estados Unidos, *Monetaria*. Recuperado de https://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB_MON_XXXVIII-02-02.pdf
- Cerpa, N., y Dymski, G. (2021). Financial geography and the ‘social reality of finance’: aspatial or ‘real space’ analyses of financial crises?, Levy- Orlin, N., Bustamante, J., Rochon Louis – Phillipe (eds) *Capital Movements and Corporate Dominance in Latin America Reduced Growth and Increased Instability*, Edward Elgar Publishing. 9-23. doi: <https://doi.org/10.4337/9781800372146.00008>
- Chandrasekhar, C. P. (2005). Financial Liberalization, Fragility and the Socialization of Risk: Can Capital Controls Work? *Social Scientist*, 33(3/4), 3-39. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/3518110>
- Davis, G., y Kim, S. (2015). Financialization of the Economy, *Annual Review of Sociology*, 41, 203-221. doi: <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402>
- División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2019). *El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión de la región.*, CEPAL- Naciones Unidas, pp. 105-133, 169-186.
- Goodhart, C., Kashyap, K., Tsomocos, D., y Vardoulakis, A. (2013). An integrated framework for analyzing multiple financial regulations, *International Journal of Central Banking*, 9 (Supp.1), 109-144.
- Goodhart, C.A.E. (2005). Financial Regulation, Credit Risk and Financial Stability, *National Institute Economic Review* 192, 118-127. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/23877712>
- Huang, X., Zhou, H., y Zhu, H. (2009). A framework for assessing the systemic risk of major financial institutions, *Journal of Banking & Finance*, 33(11), 2036–2049.
- International Monetary Fund. (2015). Capítulo 3. The Asset Management Industry and Financial Stability en, *Global Financial Stability Report, April 2015*. USA: International Monetary Fund. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498372930.082>
- Kose, M. A., Prasad, E. S., y Terrones, M. E. (2003). Financial Integration and Macroeconomic Volatility. *IMF Staff Papers*, 50, 119–142. <http://www.jstor.org/stable/4149918>
- Levine, R., (2004). Finance and growth: Theory and evidence, NBER working paper, *National Bureau of economic research*, 10766.
- López-Juárez, G. I., Ladrón de Guevara-Cortés, R., y Madrid-Paredones, R. M. (2019). Factores que explican el comportamiento del mercado accionario mexicano. *Clío América*, 13(25), 268-278. doi: <http://dx.doi.org/10.21676/23897848.3025>
- Nabar, M., (2020). Dampening Global Financial Shocks: Can Macroprudential Regulation Help (More than Capital Controls)? *IMF Working Paper / WP/20/106*, pp. 2-40
- Passari, E., y Rey, H. (2015). Financial Flows and the International Monetary System. *National Bureau of Economic Research*.
- Persaud, A. (2015). Dampening the Global Risk Appetite Cycle: Using Macro-prudential Tools, *Economic and Political Weekly*, 50(45), 10-11. Recuperado de <https://www.piie.com/commentary/op-eds/dampening-global-risk-appetite-cycle-using-macroprudential-tools>
- Sandoval Álamos, E. E., y Olea Rodríguez, F. M. (2022). Uso del endeudamiento y desempeño en los mercados accionarios. El caso de sociedades anónimas de Brasil, Chile, México y Perú. *Cuadernos de Economía*, 41(86), 129–157. doi: <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v41n86.83392>

- Sornette, D. (2003). *Why Stock Markets Crash*, ed. Princeton Science Library, pp. 94-100
- Stallings, B. (2006). *Financiamiento para el Desarrollo América Latina desde una perspectiva comparada*, CEPAL, Santiago de Chile, 117-188.
- Stockhammer, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition and Change* 12(2), pp. 189-207. doi: <https://doi.org/10.1179/102452908X289820>
- Tobias, A., y Son, H. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), pp. 418-437. Recuperado de: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr328.pdf
- Tooze, A. (2022). *Chartbook #82: The rise of asset manager capitalism and the financial crisis of 2008*. Chartbook. Recuperado de <https://adamtooze.substack.com/p/chartbook-82-the-rise-of-asset-manager>
- Villarreal-Samaniego, J. (2021). Desarrollo del mercado accionario y crecimiento económico en México: un examen mediante los enfoques ARDL y No causalidad. *Contaduría y administración*, 66(3), 00003. Epub. doi: <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2021.2259>