

79  
201



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE  
MEXICO**

**FACULTAD DE ECONOMIA**

**ANALISIS COMPARATIVO:  
INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA  
MEXICO Y CHILE.**

**T E S I S**  
**P R E S E N T A D A P O R:**  
**MARIA FELIX/GUTIERREZ AYALA**  
**COMO REQUISITO PARA OBTENER EL TITULO DE:**  
**LICENCIADO EN ECONOMIA**

**DIRECTORA DE TESIS: DRA. ALICIA GIRON GONZALEZ.**



**CIUDAD UNIVERSITARIA, D.F.**

**ENERO 1997**

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



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

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

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

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

## **AGRADECIMIENTOS:**

**Doy gracias a Dios por haberme dado la vida y por permitirme culminar una de mis metas.**

**Gracias a mis padres y a mi hermano, quienes a lo largo de mi carrera me brindaron todo su apoyo.**

**Gracias madre, por haberme dado tanto. Por tu comprensión, paciencia, confianza y amor. Nunca terminaré de agradecerte...**

**A mis sinodales, especialmente a la Dra. Alicia Girón por su gran enseñanza.**

**A mis compañeros de la División de Estudios Profesionales de la Facultad de Economía, por todo el apoyo brindado.**

**A la Universidad, toda una institución para mi.**

**Michel.**

**Je bent ver...**

**Maar ik ben ervan overtuigd dat de liefde geen grenzen kent!  
Onze liefde stelt ons op de proef. Maar noch de afstand, noch de  
tijd, noch het verschil van kulturen, niets kan onze liefde  
belemmeren.**

**Ik heb vele doelstellingen in mijn leven, die ik beetje per beetje zal  
bereiken, maar voor het ogenblik wil ik met jou de grote voldoening  
delen van mijn diploma als Licenciado in Economie te hebben  
behaald, en dit aan jouw zijde...**

**Weet je? Indien ik je gekend had vóór ik met mijn tesis begon, zou  
deze misschien geheten hebben. " Vergelijkende studie: Echte  
liefde: México-Nederland".**

**Dank je voor je liefde.**

# **ANÁLISIS COMPARATIVO: INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA MÉXICO Y CHILE.**

## **INDICE**

|   | <b>Pag.</b> |
|---|-------------|
| <b>PRESENTACIÓN</b>   | 1           |
| <b>INTRODUCCIÓN</b>   | 4           |
| <b>CAPÍTULO 1.- LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN<br/>AMÉRICA LATINA.</b>                                      |             |
| 1.1. Fundamentos teóricos de la liberalización financiera.  | 10          |
| 1.2. Experiencias de la liberalización financiera en América Latina.                                      | 14          |
| 1.2.1. Resultados de las políticas de liberalización y apertura financiera en los países del cono sur.    | 16          |
| 1.2.2. Efectos de la liberalización financiera en el nivel del ahorro, inversión y producto.              | 18          |
| 1.3. Problemática para la aplicación de la política de liberalización financiera en países en desarrollo. | 20          |
| 1.4. Reformas estructurales y estabilidad macroeconómica.   | 22          |
| 1.5. Liberalización externa y apertura financiera.  | 25          |
| 1.5.1. El concepto de apertura financiera.  | 27          |
| 1.5.2. Grado de apertura financiera en México y Chile.  | 29          |
| 1.5.3. Privatización y desregulación.   | 38          |

## **CAPÍTULO II.- EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO**

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 2.1.   | El sistema financiero mexicano.   | 41 |
| 2.2.   | El sistema financiero en el período 1982-1988.  | 42 |
| 2.2.1. | Fenómenos derivados de la crisis de la deuda externa.   | 42 |
| 2.2.2. | Principales reformas al sistema financiero en el período de 1982-1994.                        | 46 |
| 2.3.   | El sistema financiero en el período 1989-1994.  | 50 |
| 2.3.1. | Las primeras medidas llevadas a cabo para la liberalización del sistema.                      | 51 |
| 2.4.   | El nuevo marco legal del sistema financiero.<br>"El paquete financiero de diciembre de 1989". | 57 |
| 2.4.1. | Reforma a la Ley de mercado de valores.   | 57 |
| 2.4.2. | Adecuaciones a la Ley del mercado de valores.   | 63 |
| 2.5.   | El nuevo marco legal del sistema financiero.<br>"El paquete financiero de mayo de 1993"       | 64 |
| 2.5.1. | Reformas a la Ley del mercado de valores.   | 65 |
| 2.6.   | La autonomía del Banco de México.   | 67 |
| 2.7.   | La Inversión Extranjera en México   | 68 |

## **CAPÍTULO. III .- EL SISTEMA FINANCIERO CHILENO.**

|        |   |     |
|--------|---|-----|
| 3.1.   | El desarrollo económico Chileno,<br>(Estrategia de desarrollo hacia adentro). | 74  |
| 3.2.   | La crisis de 1972-1973.   | 76  |
| 3.3.   | El gobierno militar y el Modelo Neoliberal.                                   | 76  |
| 3.4.   | La reforma financiera chilena.  | 78  |
| 3.4.1. | Diseño de la reforma.   | 81  |
| 3.4.2. | Liberalización y privatización.   | 81  |
| 3.4.3. | Apertura Financiera.  | 83  |
| 3.4.4. | Fin de la reforma (consolidación).  | 85  |
| 3.5.   | Crisis financiera.  | 85  |
| 3.6.   | Estabilidad del sistema financiero y algunos ajustes.                         | 87  |
| 3.7.   | Evolución del sistema financiero, después de la reforma.                      | 88  |
| 3.8.   | Evolución de la legislación de inversión extranjera.                          | 90  |
| 3.9.   | Leyes anteriores del actual Estatuto de la inversión extranjera.              | 92  |
| 3.9.1. | El Decreto con fuerza de Ley no.437.  | 92  |
| 3.9.2. | Ley de Nuevo trato.   | 92  |
| 3.9.3. | El Decreto con fuerza de Ley no. 258.   | 92  |
| 3.9.4. | El Pacto Andino.  | 93  |
| 3.10.  | El actual estatuto de la Inversión Extranjera: Decreto Ley 600.               | 93  |
| 3.11.  | Otras leyes y acuerdos relacionados a la inversión extranjera.                | 97  |
| 3.12.  | Capítulos XIX del compendio de normas de cambios internacionales.             | 101 |

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| 3.13. | El Decreto ley 600 frente al Capítulo XIX.        | 104 |
| 3.14. | La normatividad legal de la Inversión Extranjera. | 105 |

## **CAPÍTULO IV. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS EXPERIENCIAS DE CHILE Y MÉXICO, RESPECTO A INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA.**

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| 4.1      | Panorama Regional.  | 108 |
| 4.1.1    | Regulaciones financieras.                                       | 108 |
| 4.1.2    | Regulaciones organizacionales.                                  | 109 |
| 4.1.3    | Regulaciones prudenciales.                                      | 110 |
| 4.2.     | El retorno de capitales latinoamericanos.                       | 112 |
| 4.2.1    | Causas del retorno de flujos de capitales hacia América Latina. | 114 |
| 4.3.     | Composición de los flujos de Inversión Extranjera.              | 116 |
| 4.4.     | El caso mexicano.   | 122 |
| 4.4.1.   | Inversión Extranjera en México.                                 | 123 |
| 4.4.2.   | La Ley de Inversión Extranjera de 1993.                         | 124 |
| 4.4.3.   | Evolución reciente de la Inversión Extranjera en México.        | 125 |
| 4.4.3.1. | Inversión Extranjera de Cartera.                                | 127 |
| 4.4.4.   | La cuenta corriente.  | 129 |
| 4.4.5.   | La cuenta de capital.   | 131 |
| 4.4.6.   | Medidas llevadas a cabo.  | 136 |
| 4.5.     | El caso de chileno.   | 137 |
| 4.5.1.   | La inversión Extranjera en Chile.                               | 138 |
| 4.5.2.   | Leyes reguladoras de la Inversión Extranjera en Chile.          | 138 |
| 4.5.2.1. | Estatuto de Inversión extranjera.                               | 139 |
| 4.5.2.2. | Capítulo XIX de la Ley de Cambios Internacionales.              | 140 |
| 4.5.2.3. | Capitalización de la Deuda Externa Chilena.                     | 141 |
| 4.5.3.   | Desarrollo del mercado de capitales.                            | 142 |
| 4.5.4.   | Evolución reciente de la Inversión Extranjera en Chile.         | 143 |
| 4.5.4.1. | Inversión Extranjera de Cartera.                                | 146 |
| 4.5.4.2. | Corrientes de corto plazo.                                      | 148 |

|                      |     |
|----------------------|-----|
| <b>CONCLUSIONES.</b> | 151 |
|----------------------|-----|

|                      |     |
|----------------------|-----|
| <b>BIBLIOGRAFÍA.</b> | 159 |
|----------------------|-----|

## **PRESENTACIÓN.**

Los graves desequilibrios macroeconómicos y la tendencia al estancamiento que caracterizó, durante el último decenio, el desempeño económico de la mayoría de los países de América Latina, trajeron consigo la aplicación de programas de ajuste orientados a lograr la estabilidad económica con la finalidad de la reducción de la inflación y la eliminación de los desequilibrios fiscales y del sector externo, medidas de carácter estructural en los ámbitos de comercio exterior, el Estado y el sistema financiero que conlleva a la liberalización de las normas e instituciones económicas como elemento fundamental. Los procesos de liberalización y reformas que se impulsaron en el ámbito del sistema financiero tuvieron como objeto general, mejorar la eficiencia en la movilización y asignación de los recursos financieros, eliminando así todas las limitantes para que fluyeran los recursos financieros. México y Chile dentro del campo del financiamiento del desarrollo económico, emprendieron procesos de liberalización y reformas financieras que tuvieron como objetivo entre otras cosas: fomentar el ahorro interno y la profundización financiera; desregular la actividad financiera, aumentando la flexibilidad y supervisión que sobre ella se ejerce, finalmente, impulsar la modernización del país.

Por ello, en el presente trabajo se analizarán las políticas de ajuste estructural aplicadas en los dos países, dedicando particular atención al papel de la inversión extranjera de cartera.

Las medidas de ajuste estructural abarcan la apertura comercial, la liberalización del sector financiero, la privatización y la desregulación.

Las hipótesis manejadas en la tesis son las siguientes:

1. Los países en desarrollo, necesitan concentrar su atención en el fortalecimiento de sus sistemas financieros existentes, basados en los bancos. Necesitan también, promover la tendencia de acciones a largo plazo por mediación de los inversionistas institucionales, como es el caso de los fondos de previsión y permitir que los bancos posean acciones dentro de los límites prudenciales. Por ello, deben de crearse impuestos sobre transferencias de propiedad, para desalentar las negociaciones de corto plazo y reducir la volatilidad de los mercados de valores.
- 2.- El fácil acceso a los mercados de valores y la fácil disponibilidad de los instrumentos financieros de corto plazo, tienden a incrementar la inestabilidad financiera, por ello, las leyes deben reflejar y satisfacer los intereses del país y no viceversa.
- 3.- En México, se debe ejercer un considerable control sobre los flujos de capital externo, es conveniente la creación de una normatividad que fije impuestos restricciones cuantitativas y controles cambiarios, a fin de disminuir sus efectos negativos sobre el equilibrio macroeconómico, el tipo de cambio y el comercio, controlar el ritmo de acumulación de deuda externa y obtener una mayor autonomía de la política monetaria.
- 4.- El acceso de inversión extranjera de cartera (sin control, ni con un marco jurídico bien regulado), debe restringirse, ya que resulta peligroso tener vínculos tan estrechos con los mercados volátiles. Es también importante no dolarizar la economía. Para conservar el

capital del país, las políticas deben ir a la raíz del problema y eliminar los motivos de la amplia demanda de moneda extranjera.

Entre los objetivos a demostrar se encuentran los siguientes:

**1.-** Demostrar que la ausencia de controles de capital y las altas tasas de interés de países con un sólido sistema financiero (el caso de Estados Unidos) fueron determinantes esenciales de la salida de capitales de México.

**2.-** Demostrar que la crisis financiera se debió entre otras cosas a la fuga de capitales tan drástica que se dio, pero que hubiera sido evitada, o de menos intensidad, si existiera una legislación que señalara claramente las reglas mediante las cuales operara la inversión extranjera de cartera y de esta manera se contrarrestara la descapitalización del país.

**3.-** Demostrar que la apertura comercial en México, tuvo un impacto negativo (no por lo que implica la apertura como tal) ya que el país no contaba con una planta productiva ni un sistema financiero sólido y la apertura se dio muy rápido; sin embargo, Chile cuenta con una base económica sólida y rentable, así como en un sistema financiero firme que se ha venido ajustando desde 1973, también cuenta con una política económica de libre mercado con muchos años recorridos, una moneda estable, apoyada en altos montos de reservas internacionales.

---

---

## **INTRODUCCION**

## **INTRODUCCION.**

En la década de los setentas, se hicieron evidentes grandes desequilibrios en la economía . esto se ve reflejado en indicadores, como las cuentas fiscales y comerciales de los principales países industrializados y en los niveles de endeudamiento de la economía de Estados Unidos.

En el caso de los países de América Latina, la década de los ochenta se caracterizó por la crisis de endeudamiento externo que provocó un severo ajuste económico y un fuerte deterioro del ingreso por habitante. Este comportamiento se presentó con una pronunciada inestabilidad monetaria y financiera que se agravó por la enorme trasferencia de recursos al exterior y las fluctuaciones en los términos de intercambio.

El desempeño contradictorio de las economías industrializadas ha impactado en múltiples formas a los países en desarrollo. Por medio de diversos mecanismos, los países latinoamericanos se vieron afectados bajo la forma de desequilibrios externos y debieron emprender amplios procesos de reacomodo de las economías, hecho que incluye reformas en los sistemas financieros y cambios estructurales que modificaron su participación en los

mercados mundiales. Bajo estos casos de grandes desajustes en las economías se acrecentaron las tendencias hacia la liberalización financiera y a la apertura de mercados.

En los países en desarrollo, el principal impulso de la liberalización, fue que se creía que las políticas financieras intervencionistas, fueron las principales causas de la crisis del decenio de los ochenta, y la liberalización contribuiría a restaurar el crecimiento y la estabilidad, al elevar el ahorro y mejorar la eficiencia económica global, para ello había que depender en mayor medida del ahorro interno. Sin embargo, estas expectativas no funcionan igual para todas las economías. En muchos países en desarrollo, en lugar de elevar el nivel de ahorro y la inversión interna, la liberalización ha incrementado la inestabilidad financiera. Se ha producido una intensificación financiera, pero sin que ello beneficie a la industria y al comercio.

El presente estudio se inspira en la experiencia de dos economías de América Latina: México y Chile, esto con el fin de examinar algunas cuestiones esenciales de la liberalización financiera que han experimentado.

El tema central, es encontrar de que modo mejorar la contribución del financiamiento al crecimiento y a la estabilidad financiera, ya que el desarrollo y las reformas al sector financiero no garantizan el desarrollo económico ni de estabilidad.

No cabe duda, de que todas y cada una de las políticas económicas contenidas en un Modelo Económico de un país, funcionan de manera distinta en cada economía. Es decir aunque dos países tomen medidas similares o iguales los resultados macroeconómicos son diferentes.

Se ha escogido analizar la economía mexicana y chilena, ya que la última presenta algunas similitudes con la de México y resulta importante el análisis ya que podemos llegar a una conclusión o la más cercana predicción de lo que aconteció en México en 1994, con respecto a la inversión extranjera de cartera.

Los dos casos que se examinan aquí, fueron seleccionados por representar cada uno de ellos un aspecto útil para la reflexión sobre la liberalización financiera.

En el caso de Chile, este proceso tiene un largo camino recorrido, ya que desde finales de 1973, se inició un período muy intenso de reformas financieras, cuyos propósitos fueron incrementar el ahorro y la inversión. También las medidas concernientes al movimiento internacional de capitales, constituyó un aspecto muy importante en el proceso de liberalización financiera de los setenta, ya que la apertura financiera fue notoriamente gradual.

En México, la liberalización financiera, es muy reciente. Fue durante 1989-1990, que se llevó a cabo un intenso proceso de apertura financiera, creándose un régimen flexible para determinar las tasas de interés pasivas, con la modificación del encaje legal, con la creación de nuevos instrumentos financieros, etc.

En México, las medidas concernientes al movimiento internacional de capitales, se dio adicionalmente con la liberalización financiera. Se modificó el reglamento relacionado con la inversión extranjera de cartera, bajo la figura del fideicomiso, a los inversionistas foráneos se les otorgó plena libertad de comprar todo tipo de acciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, la única restricción es que no tuvieran " fines de control".

En efecto, ciertas situaciones económicas y algunas medidas llevadas a cabo dentro del sistema financiero de ambos países, como el caso de la normatividad en materia de inversión extranjera de cartera (solo que hay que tomar en cuenta que en Chile fue una apertura cuya trayectoria es de más de 20 años, y en México tan solo se dio en 5 años) y algunos otros casos, son relativamente comparables y otros casos son contrastantes. La importancia del tema es llegar a un análisis económico de ambas economías respecto al comportamiento de la inversión extranjera de cartera y algunos aspectos relevantes de las experiencias de liberalización financiera de cada país.

La metodología utilizada para realizar la investigación, contempla un amplio utensilio de indicadores macroeconómicos, tales como el Producto Nacional Bruto, que nos permitirá, visualizar la suma de los valores monetarios de los Bienes y Servicios producidos por cada país, en un año y así lograr su comparación. También se utilizarán coeficientes de ahorro interno /PIB. Se utilizarán indicadores del sector externo que nos permitirá visualizar la evolución económica de cada país, con el resto del mundo, entre estos indicadores se encuentra la Balanza de pagos. Este instrumento es muy importante ya que nos permitirá observar el saldo de las operaciones de cada país.

Uno de los aspectos más sobresalientes del desarrollo económico del país y que es indispensable para nuestro estudio es el comportamiento de la Inversión Extranjera de Cartera, que manifiesta su comportamiento a través de la Balanza de Pagos.

Otro indicador que se utiliza es el tipo de cambio, el cual es una de las principales variables de política económica, y manifiesta las fluctuaciones del desajuste financiero internacional. Se utilizan también indicadores de Tasas de Interés, e inflación entre otros.

Dentro de las comparaciones que se llevarán a cabo en el presente trabajo, estas variables macroeconómicas son vitales.

El trabajo tiene dos objetivos principales: el primero es analizar las dos experiencias nacionales de liberalización financiera así como las principales reformas en el sector financiero; el segundo, es presentar información sobre el marco jurídico de la inversión extranjera de cartera en el que se desenvuelven esas experiencias.

En el primer capítulo se analizará la liberalización financiera en un contexto global. Poniendo de ejemplo algunas experiencias de América Latina. Aquí se tratan elementos teóricos, para que se comprenda en capítulos posteriores los conceptos manejados.

Es importante analizar el proceso de liberalización, debido a que este, ha cambiado sustancialmente el escenario; con la movilidad de capitales gracias a la convertibilidad de las divisas y a la multiplicación de los servicios financieros, obligando a los países a buscar la mejor manera de no quedar aislados, sino más bien de incorporarse a dichos mercados.

En el segundo capítulo se analiza el Sistema Financiero de México y sus principales cambios durante los últimos años. Se analiza el proceso de desregulación, llevado a cabo durante los últimos tres lustros. También se señalará la corriente de inversión extranjera de cartera. México se convirtió en receptor de montos significativos de capitales externos debido a la apertura financiera.

En el tercer capítulo, se analiza el Sistema Financiero de Chile se muestra el funcionamiento y las principales reformas hechas al sistema financiero, para entender de esta manera el desempeño de la inversión extranjera dentro de la economía.

En el cuarto capítulo, se pretende hacer un análisis comparativo entre las dos economías respecto a inversión extranjera de cartera. Para ello será necesario, analizar el marco jurídico de cada país en relación al tema, para así poder llegar a una conclusión de dichas experiencias. Lo más importante aquí, es observar el funcionamiento de las dos economías respecto a los flujos de capitales, es decir comparar la normatividad que rige en cada país. En estos dos países, la balanza de pagos se convierte en el instrumento clave para medir los resultados, ya que es vital comparar las entradas de capital, los servicios de la deuda externa, la cuenta corriente, entre otros.

---

---

**CAPITULO I**

**"LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN AMÉRICA  
LATINA"**

---

### **1.1. Fundamentos Teóricos de la Liberalización Financiera.**

Los postulados de la Teoría Neoclásica desarrollados por Mackinnon, R. (1981)<sup>1</sup> y Shaw, E. (1973)<sup>2</sup> a principios de la década de los años setenta sirven como referencia para estudiar el origen de la liberalización financiera.

Estos autores parten de una crítica de las estrategias de financiamiento para el desarrollo seguido por los países pobres. Sin duda alguna una estrategia seguida por los países pobres es recurrir a la ayuda externa aprovechando así los flujos de capitales y algún tipo de subsidio que otorguen los países desarrollados.

Estos autores ven esta situación y plantean la necesidad de atender más el desarrollo de los mercados nacionales de capital, así como revisar las políticas monetarias y financieras aplicadas por los gobiernos.

La crítica que realizan, es que el lento crecimiento y escaso desarrollo de los países pobres, son consecuencia de la limitada movilización y asignación eficiente de los recursos. Así como la insuficiencia en la generación del ahorro necesario para financiar el proceso de inversión y acumulación de capital.

Por esa razón es que en su teoría proponen la aplicación de políticas orientadas al incremento del ahorro con el fin de acelerar el proceso de acumulación de capital, tomando en cuenta las consideraciones de la teoría neoclásica en donde el nivel de ahorro determina automáticamente el nivel de inversión.

---

<sup>1</sup> Mackinnon, Ronald (1981) "La represión financiera y el problema de liberalización en los países en desarrollo". En: El desarrollo financiero de América Latina, Bernardo Paúl, Compilador. Instituto Internacional de Mercados de capital. Caracas Venezuela.

<sup>2</sup> Shaw, E. (1973) "Financial deepening in economic development." Oxford University Press: Nueva York, USA.

Los teóricos de la liberalización financiera, sostenían que los problemas que experimentaban los países en desarrollo que se traducen en una "represión financiera"<sup>3</sup>, entendiéndose como tal: el lento crecimiento, insuficiencia en la generación del ahorro que financie la inversión y acumulación de capital etc. se debe a la misma aplicación de las políticas de control sobre las tasas de interés, imposiciones de encajes obligatorios y la asignación directa de créditos aplicados por parte del gobierno.

Por esa razón, esta teoría propuso eliminar todo tipo de trabas oficiales en el mercado financiero con el fin de otorgarle al mercado mayor flexibilidad de la asignación de los recursos generados por el ahorro, canalizándolo a las mejores posibilidades de inversión.

Se entiende como "bajo rendimiento del valor del capital", cuando se ve disminuido el ahorro y este se canaliza fuera del sistema financiero organizado. Aumentando la modalidad del autofinanciamiento por parte de las empresas, lo cual no asegura una utilización eficiente del capital, ya que puede quedar atrapado en tecnologías de pequeña escala y obsoletas.<sup>4</sup>

Por ello, dentro de esta teoría de liberalización financiera, se hacía presente la elevación real de las tasas de interés, que permitiera elevar el ahorro financiero y mejorar la asignación de la inversión, con esto se estimularía el crecimiento económico, se reduciría el desempleo y mejoraría la distribución funcional del ingreso.

Según Mackinnon, el origen del fenómeno de la "represión financiera" se encontraba en las políticas aplicadas por los gobiernos de los países en desarrollo para cumplir con las metas consideradas en sus respectivos planes de desarrollo. Por ejemplo: los altos encajes legales

<sup>3</sup> Mackinnon, Ronald (1981). Idem.

<sup>4</sup> Mackinnon, Ronald (1981). Idem.

establecidos por los bancos centrales, los cuales se canalizaban mediante créditos baratos a diversas agencias bancarias especializadas, y que estas a su vez otorgaban préstamos a tasas bajas con el objetivo de promover el desarrollo de determinados sectores, o algunas veces estos recursos eran utilizados para cubrir los déficit del gobierno; esto incidía en que no existiera un bajo rendimiento del valor del capital dentro del sistema financiero, por ello planteaban una liberalización financiera.

La solución era la liberalización de los topes oficiales a las tasas de interés, esto permite la desregulación de una parte importante de la intermediación bancaria, pero al tener altos encajes trae problemas como un mayor costo para las entidades bancarias, lo cual obliga a los bancos comerciales a reducir las tasa de interés pasivas e incrementar las tasas de interés activas, lo cual genera una contradicción del flujo de fondos prestables.

El problema es aún más grave, si se incluye la "inflación". Ya que la relación que existe entre las tasas de interés, alto encaje y las altas tasas de interés, agudiza la diferencia entre la tasa de interés pasiva y la activa. En pocas palabras, si el encaje legal es alto y la inflación también, la brecha entre las tasas de interés pasivas y activas es grande. Por ello los límites a las tasas de interés, así como encajes legales altos, y una alta inflación, reduce el nivel de depósitos en el sistema bancario, con lo cual también se reduce la demanda de dinero (circulante, depósitos a la vista y ahorro). Por esta razón, es que la liberalización de las tasas de interés, la eliminación de los encajes excesivos y la no intervención gubernamental en la asignación del crédito son básicos para superar una represión financiera.

Esta breve descripción de los fundamentos teóricos de la liberalización financiera nos ayudan a visualizar lo importante que son las reformas financieras y los ajustes estructurales que se tienen que llevar a cabo para integrarse a la globalización mundial. Es importante aclarar que la liberalización financiera no se limita solo a la liberalización de los mercados financieros internos, plantea una apertura de los mercados a los flujos internacionales; por ello se recomienda, la eliminación de los controles de tipo de cambio y las barreras a la entrada de bancos extranjeros. Por lo que se refiere a la tasa de interés interna, estas se debe nivelar a la tasa de interés internacional.

Es importante resaltar en este contexto, que los teóricos de la liberalización financiera, tienen ciertas diferencias en cuanto a la secuencia que debería observar la liberalización de los diferentes mercados. Así algunos autores como Mackinnon, sostenían que primero se debía realizar la apertura comercial, para luego en segundo momento, cuando se logre la nivelación de los precios internos con los internacionales proceder de manera gradual con la apertura financiera. Esto evitaría una asignación ineficiente de la inversión al mantenerse una estructura de precios distorsionada. Por el contrario, otros argumentaban que la apertura financiera debía estar presente desde el inicio de la aplicación de la medidas de liberalización financiera y apertura comercial, a fin de lograr que las tasas de interés internas, puedan igualarse de manera rápida con las tasas de interés internacionales, induciendo de esta manera a que el país, incrementara su captación de capitales foráneos.

## **1.2. Experiencias de Liberalización Financiera en América Latina.**

En América Latina la liberalización financiera era un mecanismo fundamental, para fomentar el ahorro y la acumulación del capital, y esto cobró mucha fuerza durante la década de los años setentas. Fue en esa década donde se llevaron a cabo las más profundas experiencias de liberalización financiera.

Chile a partir de 1974 después de la iniciada privatización bancaria, Uruguay desde 1976 y Argentina a partir de 1977; en Colombia y Brasil los procesos de liberalización se iniciaron en 1974 y 1976. En México se dio una década más tarde; se realizaron grandes ajustes al marco legal del sistema financiero, caracterizados por el amplio proceso de liberalización del sector y la privatización de la banca comercial, se reformularon los esquemas de regulación monetaria y los mecanismos de control de riesgo del sistema financiero.

Las políticas de liberalización financiera aplicadas por estos países en la década de los setenta consideraron las siguientes medidas<sup>5</sup>:

- a) Libertad en la fijación de intereses.
- b) Eliminación de restricciones sobre el crédito.
- c) Reducción de barreras a la entrada de nuevas entidades al sistema financiero.
- d) Reducción y en algunos países la eliminación de los encajes legales.
- e) Privatización de las entidades financieras del Estado.

Estas medidas estuvieron acompañadas por una política de apertura hacia el exterior de los sistemas financieros que contemplaron los siguientes pasos:

- a) Autorización para establecer en el país cuentas en moneda extranjera.

---

<sup>5</sup> Ramos, Joseph (1984). Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur. Estudios e informes de la CEPAL Santiago de Chile 1984.

b) Progresiva reducción de los límites a la entrada y salida de capitales, en términos de plazo y montos.

Estos procesos de apertura financiera fueron diferentes en su aplicación; en el caso de Uruguay, la apertura financiera acompañó desde el inicio el proceso liberalización financiera interna. En Chile, por el contrario, la apertura financiera se dio con posterioridad al inicio del proceso de liberalización financiera interna y sólo de manera gradual, manteniéndose topes en términos de plazo y montos a las colocaciones provenientes del exterior, ante el enorme diferencial que existía entre las tasas de interés interna y externa que atraía un volumen de capital importante, que hacía peligrar el programa de estabilización. Por su parte Argentina siguió un camino intermedio, aplicando inicialmente restricciones al ingreso de capitales del exterior a fin de mantener un control sobre la cantidad de dinero, el cual por cierto, jugaba un papel fundamental durante los primeros años de su política antinflacionaria.

En México, el proceso de apertura financiera, se realizó a partir de 1989 y se realizaron importantes ajustes al marco legal del sistema financiero, comprendió medidas aplicadas en otros países. Fue a partir de este año, donde se inició la liberalización completa de las tasas de interés y se removieron las disposiciones existentes de encaje obligatorio y crédito selectivo, sustituyendo el encaje legal por un coeficiente de liquidez (eliminado en 1991)

### **1.2.1.Resultados de las políticas de liberalización y apertura financiera en los países del Cono Sur.**

Ante la aplicación de estas políticas se observó un cambio en el sistema financiero de estos países. En casi todos los casos, el sistema financiero aumentó su nivel de actividad, generándose un incremento importante en el volumen de los créditos, se redujeron de manera importante los niveles de encaje exigidos por los bancos centrales. De esta manera, el sistema financiero pudo aumentar sus colocaciones, aún más rápido de lo que le permitía el crecimiento de las captaciones en el país.

Cambió la composición de los activos financieros en términos de los agentes financieros intermediarios y los plazos de captación y colocación. Crecieron los activos en poder de la banca comercial y de los nuevos agentes financieros, en consecuencia se redujeron los activos en poder del banco central y los bancos estatales.

Las tasas reales anuales para los depósitos fueron de:

- 1) Argentina registró una tasa de -7% en el período de 1977-1980.
- 2) Uruguay para el mismo período fue de 1%.
- 3) Chile tuvo una tasa de 12% en el período de 1975-1981.
- 4) En México entre 1976-1982, las tasas reales de interés se redujeron e incluso se volvieron negativas, pero las tasas nominales comenzaron a subir con fuerza, como producto de la creciente inflación.<sup>6</sup>

Estas tasas en realidad fueron muy altas, tomando en cuenta que la tasa de interés internacional en ese período nunca superó el 6%. Por una parte las tasas de interés negativas

---

<sup>6</sup> Ramos, Joseph. (1984). Idem.

provocaron distorsiones que conducen a una "represión financiera", y por otro lado las tasas de interés altas provocaron la crisis y la fragilidad del sistema financiero en estos países, a inicios de la década de los ochenta.

No se igualaron las tasas internas y externas de interés, resultando las tasas internas tanto para la captación como para la colocación muy superiores a la tasa Libor ajustada para la devaluación. Este hecho hacía muy atractivo para el inversionista foráneo traer sus capitales al país mientras que el empresario nacional optaba por tomar créditos del exterior.

Las medidas de liberalización financiera provocaron la elevación excesiva de la tasa de interés interna, dando lugar a distintas interpretaciones de parte de los analistas. Algunos sostenían que los niveles alcanzados por las tasas de interés reflejaban el nivel de equilibrio del mercado, por lo cual habría que considerarlas como óptimas.

J. Ramos<sup>7</sup> , señalaba que si bien el nivel alcanzado por la tasa de interés interna reflejaba una situación de equilibrio entre la oferta y la demanda del mercado financiero, el hecho de que alcanzaran niveles muy por encima de la rentabilidad del capital era consecuencia de desequilibrios en otros mercados. En consecuencia la presencia de desequilibrios en el sector externo tales como el alza del tipo de cambio, el déficit del presupuesto del gobierno, el exceso de gastos privados y la demanda de créditos con fines especulativos afectaban de manera directa la evolución del sistema financiero. Por ello se hace necesario atacar estos desequilibrios antes de liberalizar al mercado financiero sino es evidente que se caería en un grave error liberar el mercado financiero aún persistiendo estos graves desequilibrios.

---

<sup>7</sup> Ramos, Joseph. (1984). Idem.

El diferencial de las tasas de interés internas y externas representaba otro problema. Estas tasas, no llegaron a igualarse por la presencia de desequilibrios en los mercados. La cantidad de crédito externo que se necesitaba para igualar las tasas de interés interna y externa era enorme; razón por la cual no se llegó a cumplir la “ley de un precio en el mercado financiero”.

De esta manera el equilibrio en el mercado de oferta y demanda de créditos no se alcanzó por precios sino por cantidad, resultando beneficiarias las empresas ligadas a los bancos, las actividades exportadoras y los bancos que tenían acceso más fluido al crédito externo.

### **1.2.2. Efectos de la liberalización financiera en el nivel de ahorro inversión y producto.**

La liberalización financiera tenía como objetivo elevar el nivel de ahorro privado y lograr una mejor asignación de los recursos, y canalizarlos a sectores productivos, con ello acrecentar los niveles de acumulación de capital. Sin embargo, la observación de los resultados de las experiencias de liberalización financiera en los países del Cono Sur, indican que estas medidas estimularon la expansión de los activos financieros, pero no se tradujeron en un incremento similar del ahorro real. El coeficiente del Ahorro Nacional/ PIB resultó casi igual en el caso de Argentina y menor en el caso de Chile, que el observado antes de la liberalización financiera, mientras que solo en Uruguay fue positivo.

Asimismo la aplicación de una liberalización financiera en un contexto de inestabilidad y desequilibrios contribuyeron a intensificar las distorsiones, que finalizaron en crisis financieras.

## CUADRO NO.1

### COEFICIENTES DE AHORRO (AHORRO INTERNO/ PIB)

| PAIS                                       | Antes de la reforma | Después de la reforma. |
|--|---------------------|------------------------|
| <b>México</b><br>1970-1975<br>1989-1991    | 6.5                 | 11.9                   |
| <b>Argentina</b><br>1970-1976<br>1977-1982 | 23.3                | 24.1                   |
| <b>Chile</b><br>1970-1974<br>1975-1982     | 19.9                | 16.9                   |
| <b>Uruguay</b><br>1970-1975<br>1976-1982   | 10.2                | 16.3                   |

FUENTE: Elaborado a partir de información contenida en el estudio de J. Ramos (1984).

Es importante señalar que la hipótesis según la cual<sup>8</sup>, la liberalización financiera permitía una dinamización de la inversión privada, no pudo ser confirmada. Ya que la liberalización de las tasas de interés junto con la aplicación de un paquete de medidas de contratación de la demanda, no ofrecían buen ambiente para la inversión privada. El excesivo aumento de las tasas de interés provocaban un incremento de las deudas, trayendo como consecuencia

<sup>8</sup> Arellano, José Pablo (1985). "Políticas para promover el ahorro en América Latina". Tercera conferencia Internacional de Mercados de Capital. Caraballeda -La Guaira- Venezuela, 1 al 13 de Marzo.

quiebras en el sector productivo y el incremento del riesgo de cartera de activos de los intermediarios financieros.

En conclusión, la aplicación de las reformas financieras no cumplieron en todos los países con sus objetivos primordiales ya que se llevaron a cabo en condiciones de inestabilidad macroeconómica, alta inflación y sin una adecuada reglamentación y supervisión bancaria. Por el contrario, se tradujeron en crecimiento de los niveles inflacionarios, aumento de tasas de desempleo y una caída en el ritmo de crecimiento del producto.

### **1.3. Problemática para la aplicación de la política de la liberalización financiera en los países en desarrollo.**

Las experiencias de liberalización financiera que tuvieron lugar en América Latina durante mediados de la década de los setenta y principios de los años ochenta, no alcanzaron los objetivos que se habían propuesto (incremento sustancial del ahorro y asignación eficiente de la inversión), además de que en algunos casos terminaron en crisis financieras muy grandes con la consecuente quiebra de las entidades bancarias y financieras, requiriendo una fuerte intervención del gobierno, la liquidación de varias entidades e inclusive la nacionalización del sistema bancario como ocurrió en Costa Rica y el Salvador.

Estas experiencias pusieron en evidencia los resultados de la liberalización financiera y provocaron la revisión de la teoría con el fin de tomar en consideración no solamente el problema de la inestabilidad macroeconómica y la inflación, sino también las peculiaridades propias del funcionamiento de los mercados financieros en los países de

menor desarrollo. Un problema claro, fue que la liberalización financiera puso demasiado énfasis en la eliminación de los controles a la tasa de interés a fin de estimular una libre competencia entre los bancos, dejando a otros factores restrictivos en el mercado de crédito. Asimismo, pusieron demasiado énfasis en el papel que debían desempeñar las entidades bancarias, dejando de lado las potencialidades del mercado de capitales para una asignación eficiente de las inversiones.

En los países en desarrollo existe una diversidad de mercados de crédito. En estos se observa que operan desde entidades financieras moderadas (bancos comerciales), que atienden a grandes empresas, hasta numerosas entidades tradicionales (prestamistas, usureros y agiotistas) que atienden a pequeños productores y comerciantes, así como también una banca paralela que constituye un sistema de financiamiento interempresarial que utiliza los servicios financieros formales pero que tiene una dinámica propia para la canalización de recursos hacia la inversión productiva.

Esta diversidad de instituciones de crédito, genera grados de monopolio y afecta al costo del crédito. Las empresas tienen acceso a los recursos de mercado financiero formal y de la banca paralela en condiciones más ventajosas que un pequeño productor, que no cuenta con tantas garantías como las grandes empresas, que en ocasiones tiene que contratar los servicios de mercado de crédito informales a más alto costo. En estos casos, la eliminación de la intervención del gobierno y la eliminación a las barreras para la entrada de nuevas instituciones al sistema financiero, no asegura un funcionamiento de los mercados de crédito en condiciones de competencia perfecta requiriéndose entonces la aplicación de otro tipo de políticas, a fin de reducir los efectos adversos de esta diversidad de mercados;

por ejemplo, mediante la participación de instituciones financieras de desarrollo que canalicen los recursos hacia pequeños productores llevando así sus proyectos con costo de crédito accesible.

El escaso desarrollo de los mercados de capital es otra de las características de los mercados financieros de los países en desarrollo. Los mecanismos de emisión primaria de acciones y bonos son poco empleados en tanto que los movimientos de las bolsas de valores son de carácter especulativo.

Por tal razón, las políticas de liberalización financiera encuentran dificultades cuando se aplican a la realidad de los países en desarrollo. La eliminación de los controles al crédito, de las tasas de interés y de las regulaciones a la entrada de capitales al sistema financiero, no garantiza un funcionamiento eficiente de los mercados, siendo necesario entonces tomar en consideración factores como: presencia de mercados financieros segmentados<sup>9</sup>.

#### **1.4. Reformas estructurales y estabilidad macroeconómica.**

La estabilización macroeconómica es necesaria para que podamos hablar de un posible crecimiento económico sobre todo en las economías que han experimentado una apertura comercial. Sin embargo, también las reformas estructurales son una clave esencial, para que dicha estabilización se lleve a cabo, además de que promueve directamente el crecimiento. Las reformas estructurales abarcan tanto el conjunto de medidas para elevar la producción

---

<sup>9</sup>Yimaz, Akyüz. "Liberalización Financiera. Cuestiones esenciales."Boletín del CEMLA sep- oct 1993.

potencial, como las destinadas a eliminar medidas que impiden la movilidad de los recursos y la flexibilidad de los precios y salarios.

El potencial productivo, se puede elevar si se aumenta la productividad total de los factores de producción o fomentando la formación de capital mediante incentivos adecuados al ahorro y a la inversión. Las trabas en la movilidad de los recursos y la falta de flexibilidad de precios y salarios que son de origen regulatorio institucional y que pueden afectar la distribución sectorial como geográfica de los recursos pueden combatirse con políticas de desregulación.

En las economías de México y Chile, existe una relación estrecha entre las reformas estructurales y la estabilidad macroeconómica. La necesidad de la apertura comercial en el caso de México se tradujo en primera instancia, en la conveniencia de liberalizar el sistema cambiario y simplificar y reducir las barreras arancelarias; todo esto con el fin de favorecer el crecimiento, mediante la expansión del mercado y la integración a la competencia internacional y la ventaja comparativa, con fines de estabilidad macroeconómica. Es importante señalar, que la mejor forma de disciplinar a las empresas y de reducir los costos de las posiciones oligopólicas o monopólicas de ciertas industrias, es exponerlas a la competencia internacional. En los países pequeños, la intervención estatal para fomentar la competencia de los mercados mediante medidas internas es una forma ilusoria de tratar el problema; es necesario, por ello apoyarse simultáneamente con la apertura comercial que integre los mercados con el exterior. Sin embargo, esta apertura comercial no se debe dar tan rápido, debe ser gradual y la economía debe estar preparada; es decir, contar con una estabilidad macroeconómica tanto en términos inflacionarios como con tipo de cambio; es

importante que la planta productiva sea competitiva con respecto a la de otras economías, contar por ejemplo, con una tecnología avanzada, y algún tipo de innovaciones tecnológicas, que permitan a la industria aumentar la productividad reduciendo los costos de producción para aumentar las exportaciones.

Por lo que se refiere a apertura financiera en la medida en que evolucionan los mercados financieros la hace prácticamente inevitable. Se debe reforzar con la apertura comercial, sin la cual los movimientos de capital pueden sufrir efectos desestabilizadores, como por ejemplo, un aumento de la deuda externa y el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevaluado. Los efectos adversos de las distorsiones de la política comercial sobre la estabilidad y el crecimiento, tienden a ser mayores cuando más integrado esté el mercado de capital con el exterior. Las distorsiones internas derivadas de las políticas de subsidios fiscales o parafiscales a la producción de ciertos productos son también desestabilizadoras y contrarias al mantenimiento de la competencia. Esto incluye las reglamentaciones de la políticas de crédito y de los subsidios mediante tasas de interés concesionadas. Ambas distorsiones actúan en contra de la necesidad de mantener una posición abierta y competitiva.

Singapur ofrece sin duda un buen ejemplo de la relación positiva entre la política estabilizadora y las reformas estructurales. Comenzando en 1966, Singapur aplicó una política de apertura comercial y mantuvo un sistema liberal, dirigido mayormente hacia la protección de la actividad económica privada basada en la competencia internacional. Con ello y con la simultánea consecución de políticas estabilizadoras el país pudo progresar a un

gran ritmo de crecimiento convirtiéndose en un nuevo país industrializado y en un importante centro financiero internacional.

### **1.5. Liberalización externa y apertura financiera.**

En el contexto de los grandes desajustes en la economía internacional se hicieron necesarias las tendencias hacia la liberalización y la apertura de los mercados. Sin embargo, en el plano comercial ello contrastaba con la persistencia de medidas proteccionistas de diversa índole. De hecho, éstas medidas desgastaron las instancias de negociación multilateral constituidas después de la Segunda Guerra Mundial y dirigidas a crear un régimen liberal junto a las cuales se ampliaron los acuerdos de tipo bilateral entre las naciones.

La tendencia a la liberalización resultó ser muy notoria en el cambio financiero, en el que se vino dando un dinámico proceso de innovaciones en el ámbito financiero.

La liberalización de las actividades financieras tendían hacia la globalización, fenómeno que describe el proceso de reestructuración de los mercados como consecuencia de las transformaciones del funcionamiento de las economías, de la desreglamentación, de los cambios tecnológicos y del acelerado impulso de las innovaciones financieras.

Con el avance del proceso de globalización, los países industrializados liberalizaron, durante las últimas dos décadas, los flujos de capital y los controles cambiarios, eliminaron los topes a las tasas de interés y ampliaron el terreno para la operación bancaria internacional.

Este proceso se viene gestando en Chile desde hace dos décadas. El gobierno instaurado en Chile después del golpe militar de septiembre de 1973, trajo consigo muchos cambios entorno a la política económica. Los componentes de este cambio fueron tres: apertura al exterior, privatización y liberalización de los mercados financieros. Las medidas adoptadas en estas tres últimas áreas llegaron a caracterizar lo que ahora es conocido en América Latina como el “modelo Chileno”, un modelo de corte neoliberal, como al que pretendió llegar México.

En México, hacia fines de 1988, se da el cambio de administración pública, el nuevo gobierno tuvo como objetivo central recuperar la capacidad de crecimiento económico. Sin embargo, el crecimiento no podría darse en un ambiente poco sano, se tenía que dar bajo nuevas bases estructurales. Para ello, se llegó a un acuerdo y a la conclusión que los siguientes elementos eran necesarios para el crecimiento. Estos elementos eran: la inversión del sector privado, las exportaciones no petroleras y el mercado interno, a través del fortalecimiento de los salarios y de la actividad del sector social. Es por eso que a partir de 1989, se tomaron medidas tendientes a lograr una mayor apertura al comercio exterior, reformar reglas de inversión extranjera y reformular las relaciones económicas con el exterior, a través de tratados bilaterales, y la negociación de acuerdos con varios países latinoamericanos.

Como ejemplo, para entender los resultados de la apertura financiera podemos citar, los casos de Estados Unidos en 1974, Inglaterra en 1979, y Japón hacia mediados de los ochenta. Ello se relacionó con la mayor movilidad de capitales en el Euromercado; sin embargo, los desajustes en las balanzas de pagos alentaron la eliminación de los controles a

los movimientos de capital. En el caso de Japón y Alemania, la apertura del mercado de capitales redujo las presiones sobre el valor de sus monedas ante los superávits comerciales registrados. Un caso similar fue el de Gran Bretaña cuando obtuvo un superávit en la cuenta corriente por exportaciones de petróleo. En Estados Unidos la liberalización se volvió necesaria debido a la creciente dependencia de flujos de recursos externos para financiar su déficit externo y el desequilibrio entre ahorro e inversión. En Chile, la apertura financiera a partir de 1973, incrementó el ahorro y la inversión y optimizó la asignación de esta última. En México, se pretendía lo mismo, es decir incrementar el ahorro y la inversión productiva, sin embargo la grave situación del peso al finalizar 1994 puso en claro la volatilidad de muchas formas de movimientos de capital, llamando la atención en particular hacia los riesgos que pueden surgir cuando las entradas de capital generan sobrevaluación del tipo de cambio y hacen que los grandes déficits en cuenta corriente sean insostenibles<sup>10</sup>.

### **1.5.1. El concepto de apertura financiera**

Se entiende por liberalización financiera externa, las acciones de política que incrementan el grado de facilidad con que los residentes pueden adquirir activos y pasivos denominados en moneda extranjera y los que residen pueden operar en los mercados financieros nacionales (apertura financiera)<sup>11</sup>. Se distinguen tres grandes tipos de transacciones: las internas que permiten a los residentes emprestar libremente en los mercados financieros internos; las externas que permiten a los residentes transferir capitales y mantener activos

---

<sup>10</sup> Yılmaz Akyüz. Idem.

<sup>11</sup> Yılmaz Akyüz. Idem.

financieros en el extranjero, y a los no residentes emitir obligaciones y emprestar en los mercados financieros internos; las transacciones internas en moneda extranjera permiten relaciones en moneda extranjera de deudor y acreedor entre residentes como es el caso de los depósitos bancarios y los préstamos en divisas.

Esta definición de apertura financiera es más amplia que la liberalización de la cuenta de capital porque incluye las transacciones financieras en moneda extranjera entre residentes. Estas son una parte importante de las actividades de banca y financiamiento, y afectan la economía nacional casi del mismo modo que las transacciones financieras transfronterizas. La liberalización generalizada se ha producido en los tres grandes tipos de transacciones que se citaron anteriormente. Las transacciones internas son prácticamente libres en un gran número de países, sobre todos en América Latina, donde los empréstitos externos del sector privado, a menudo por medio de bancos locales, no están sujetos a aprobación, excepto para las emisiones en el mercado de capital. De igual modo son pocas las restricciones y hay más facilidad al acceso de los inversionistas no residentes en los mercados internos de capital. A este respecto, la crisis de la deuda desempeñó un papel importante: las múltiples opciones basadas en el mercado, otorgaron nuevas perspectivas de arbitraje y ganancias inesperadas y elevó significativamente el monto de acciones y títulos de deuda en moneda nacional mantenidos por los residentes. Más recientemente, el acceso de inversión extranjera a los mercados accionarios nacionales se ha visto alentado por los programas de privatización.

Muchos países en desarrollo adoptaron la convertibilidad de la cuenta de capital pero, la liberalización de las transacciones en divisas entre residentes ha ido mucho más allá. De

hecho, se ha tendido a alentar a los residentes a mantener depósitos en divisas en los bancos nacionales, lo que incrementa la importancia de la moneda extranjera en la economía (dolarización).

En los últimos años, la participación de las divisas en el total de depósitos llegó a 50% en numerosos países en desarrollo de América Latina, en Asia destaca Filipinas, en Oriente Medio y de Europa Turquía y Yugoslavia. Esta cifra está muy por encima de la que registran algunos centros financieros internacionales, como es el caso de Londres, donde la participación de títulos de crédito bancarios en divisas contra residentes (incluidos los interbancarios) rara vez excede 20% .

### **1.5.2. Grado de apertura financiera en México y Chile.**

El actual modelo chileno se estableció en los años setenta durante la dictadura pinocheista, este ha continuado vigente hasta nuestros días, a pesar de sus graves tropiezos como el de 1982 y los cambios posteriores de gobierno. La aplicación del ajuste estructural, se llevó a cabo antes en Chile que en México, por lo que en México se pudieron haber previsto algunas situaciones acorde con los cambios requeridos. Siguiendo un esquema comparativo, a continuación se describe la experiencia de cada país en esta materia.

#### **a)- Chile: reformas financieras**

La liberalización del mercado financiero chileno siguió las pautas generales: plena libertad a las instituciones financieras en el manejo de las tasas de interés y la asignación del crédito. Inicialmente, esas reformas originaron una fuerte expansión de la intermediación

financiera. Sin embargo la experiencia chilena careció de una regulación preventiva que evitara la asignación de créditos a proyectos de inversión con un alto grado de riesgo, y se vió reflejado en la crisis de principios de los años ochenta.<sup>12</sup>

Las primeras medidas de reforma financiera se resumen en el siguiente cuadro:

**CUADRO NO. 1.2.**  
**CHILE: MEDIDAS DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA,**  
**1974-1975.**

| FECHA           | MEDIDAS   |
|-----------------|---|
| Enero de 1974   | Se reducen los requerimientos de reserva, de 100% en 1973 a 10% en 1980.                          |
| Mayo de 1974    | Se permite a las financieras recién instituídas determinar libremente sus tasas de interés.       |
| Abril de 1975   | Se inicia el proceso de privatización de los bancos nacionales durante la presidencia de Allende. |
| Octubre de 1975 | Se liberalizan las tasas de interés activas y pasivas de los bancos comerciales.                  |

FUENTE: Monetaria, Julio-Septiembre 1993

<sup>12</sup> Arellano, Rogelio. "las Reformas estructurales, de Chile, México y Colombia". Monetaria, Julio-Septiembre de 1993.

En el lapso de dos años (1974 y 1975) se consolidó el proceso de reforma financiera chileno. Antes de que los bancos nacionales se privatizaran, operaban las llamadas "financieras", que eran intermediarios financieros no bancarios que iniciaron sus actividades sin ninguna reglamentación o supervisión. Inclusive, las financieras pudieron constituirse aún sin el mínimo de capital requerido.

La desnacionalización de los bancos se inició a mediados de 1975, de manera similar a la privatización bancaria mexicana de 1990-91, la privatización chilena subastó los bancos para su colocación. Sin embargo, a diferencia de la subasta realizada en México, se otorgaron amplias facilidades de crédito para la adquisición de los bancos, además de que el precio de venta fue, por lo general, menor que el valor contable.

Uno de los primeros efectos de la liberalización fue el notable aumento de la tasa de interés real. En 1974 y 1975, la tasa de interés corriente para operaciones no reajustables fue de 105% y 134%, respectivamente, mientras que la tasa de inflación en esos años (medida por el índice de precios al consumidor) fue de 374% y 341%, lo que implica naturalmente, tasas reales negativas. La liberalización de las tasas de interés revirtió esa tendencia, y para 1976 la tasa real pasiva era de 13.11%, mientras que la tasa real activa llegó a niveles muy superiores. El incremento de la tasa de interés real fue sustentado por la crecimiento de demanda de créditos proveniente de los grupos industriales. Inicialmente, la demanda se originó para adquirir las empresas que estaban en proceso de privatización. Posteriormente, debido a la baja rentabilidad de muchas de esas empresas se requirieron montos de crédito cada vez mayores para subsistir.

En los años posteriores a las reformas se observó una expansión de la intermediación financiera. Entre 1974 y 1981, el crédito real al sector privado se incrementó en más de 1000% y la relación dinero/producto aumentó continuamente. La inversión bruta también tuvo un comportamiento favorable, como porcentaje del producto nacional bruto (PNB); prácticamente se duplicó de 1975 a 1981. (vease el siguiente cuadro).

**CUADRO NO. 1.3.**  
**CHILE: INVERSIÓN, CRÉDITO E INTERMEDIACIÓN**  
**FINANCIERA, 1975-1981**

| AÑO  | INVERSIÓN<br>(% DEL PNB) | INDICE DE CRÉDITO<br>(BASE: 1975=100) | M2<br>(% del PNB) |
|------|--------------------------|---------------------------------------|-------------------|
| 1975 | 14.0                     | 100.0                                 | 5.6.              |
| 1976 | 13.6                     | 136.8                                 | 5.9               |
| 1977 | 14.4                     | 270.0                                 | 8.3               |
| 1978 | 16.5                     | 444.3                                 | 10.4              |
| 1979 | 19.6                     | 585.0                                 | 12.0              |
| 1980 | 23.9                     | 817.2                                 | 13.2              |
| 1981 | 27.6                     | 983.7                                 | 21.               |

FUENTE: Banco Central de Chile, Boletín. varias ediciones.

Este cuadro nos muestra que la reforma financiera chilena logró el objetivo de fomentar la intermediación financiera y la inversión. La liberalización financiera condujo a una mayor

eficiencia del sistema bancario; al juzgar por la reducción de la diferencia bruta de las tasas de interés de corto plazo, que pasó de 4.5.% en 1975 a 0.94% en 1981.

La liberalización financiera chilena se hizo presente en dos aspectos fundamentales: la falta de regulación y supervisión de las actividades financieras y la estrecha relación entre los centros bancarios y los grupos industriales propiedad del mismo dueño. La relación entre los bancos y los grupos industriales fue tan estrecha que para 1983 el Banco de Santiago, segundo en importancia de Chile, otorgó cerca de la mitad de sus créditos totales a empresas de su propio grupo industrial<sup>13</sup>. Por otra parte, en esa fecha los seis mayores grupos industriales absorbían 15% del total del crédito bancario por mediación de los bancos que cada uno poseía. Esa relación implicó un riesgo muy alto para la cartera de los bancos, que no fue posible evitar al surgir la crisis de la deuda.

Además existía falta de regulación del gobierno chileno. Al iniciar las reformas, las autoridades anunciaron que los depósitos no tenían garantía oficial, por esa razón los ahorradores no confiaban mucho, además de que no contaban con la protección ante una posible quiebra bancaria. Sin embargo, el gobierno actuó ante una contingencia anunciada: en 1977, el Banco de Osorno enfrentó serios problemas de cartera, y las autoridades intervinieron asegurando todos los depósitos.

Aunque no oficial, esa medida se entendió en el sistema como una garantía gubernamental de todos los ahorros, cuando en realidad el gobierno solo avalaba hasta tres mil dólares por depositante. Esa medida tuvo dos consecuencias importantes: el problema del "riesgo moral", es decir los prestatarios, no conocían los estados financieros del banco, ya que el

---

<sup>13</sup> Rogelio Arellano. *Idem*.

gobierno respondía ante una quiebra. Esto aunado a la libertad de manejo de las tasas de interés, hizo que dentro del sistema financiero se asignaran créditos a una tasa de interés alta para proyectos más arriesgados con una mayor probabilidad del no pago.

La asignación de crédito al sector privado creció considerablemente en los años posteriores a las reformas financieras, en parte por la demanda de los grupos industriales y por la demanda del público en general ante las favorables expectativas de la economía. El crédito se asignó tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Por otra parte, las reformas y los logros económicos propiciaron una entrada masiva de capital externo. En efecto, de 1977 a 1981 la deuda externa total chilena se triplicó y la del sector privado creció casi ocho veces.

Para 1981, los logros de las reformas financieras eran negativos. Varios grupos industriales no pudieron hacer frente a sus créditos. Y muchas empresas se declararon en quiebra, al no poder competir con las externas ni poder pagar las elevadas tasas de interés reales. Esto repercutió también en las instituciones financieras. En Noviembre de 1981, el gobierno tuvo que intervenir dos grandes bancos. Un dato importante de esta situación, es que entre diciembre de 1981 y junio de 1982 el crédito interno aumentó 41%, y la mayor parte se asignó al sector privado, por motivos de quiebra.

En suma, las rápidas reformas financieras efectuadas en Chile afectaron positivamente la economía, en términos de una mayor y más eficiente intermediación financiera. Pero la falta de regulación del nuevo sistema financiero y la falta de congruencia en la política gubernamental implicaron el surgimiento de préstamos de alto riesgo, muchos de ellos a empresas propiedad de los mismos bancos. Con el surgimiento de la crisis a finales de

1981, esas fallas originaron profundos desequilibrios financieros. Por ejemplo, en 1982 la bolsa chilena se contrajo 25%, mientras que la relación inversión/producto paso de 27.6% en 1981 a 11.1% un año después.

**b) México: reformas financieras.**

Antes de la nacionalización bancaria de 1982, uno de los problemas de la banca mexicana era la concentración de créditos y por lo tanto de riesgo en un número reducido de empresas. Sin embargo, esa situación no llegó a generar problemas financieros como los chilenos debido a la estructura legal existente en el sistema financiero mexicano.

Después de la nacionalización bancaria, los niveles inflacionarios y el control de las tasas de interés originaron una tasa de interés real negativa, tanto para la captación como para la colocación. Naturalmente, eso causó un proceso de desintermediación financiera, agravado por la crisis económica. Como puede observarse en el siguiente cuadro, no es sino en 1989, año en que se aplicaron las reformas financieras más profundas, cuando el crédito del sector privado alcanza los niveles obtenidos antes de la nacionalización bancaria. Ejemplificado de manera alternativa, en 1988 el crédito otorgado al sector privado, en términos reales, fue 40% menor que el canalizado en 1981.

## CUADRO NO. 1.4

### MEXICO: COEFICIENTE DE INTERMEDIACIÓN Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1983-1990

| AÑO  | M2<br>(% DEL PIB) | INDICE DE CRÉDITO<br>(BASE:1980=100) |
|------|-------------------|--------------------------------------|
| 1983 | 30.0              | 70.42                                |
| 1984 | 31.2              | 80.02                                |
| 1985 | 28.9              | 80.58                                |
| 1986 | 32.8              | 74.94                                |
| 1987 | 31.8              | 82.37                                |
| 1988 | 22.1              | 69.74                                |
| 1989 | 24.4              | 104.30                               |
| 1990 | 24.6              | 114.61                               |

FUENTE: Banco de México. Indicadores Económicos. varias ediciones.

La nacionalización originó varios beneficios, entre ellos un crecimiento sustancial, aunque poco regulado de las operaciones de las casas de bolsa, lo cual en un ambiente inflacionario, permitió que los ahorradores tuvieran acceso a activos financieros líquidos de alto rendimiento. Asimismo, la nacionalización también disolvió los grupos industriales constituidos en torno de los bancos (en Chile, la alianza entre bancos y grupos industriales, en un contexto de plena libertad, fue una de las principales causas de las quiebras bancarias).

A partir de 1987, con el establecimiento del programa de estabilización (Pacto de Solidaridad Económica), se inició una estrategia antiflacionaria que logró sus primeros resultados en 1988 al reducir el crecimiento del índice de precios. Esta reducción provocó la caída de las tasas de interés nominales, que eran de 130% en febrero de 1988, y para

diciembre del mismo año se redujo a 45%. El inicio de la estabilización permitió a las autoridades bancarias establecer políticas destinadas a disminuir la represión financiera. Las principales reformas del sistema financiero, pioneras de la liberalización financiera se presentan en el siguiente cuadro.

### CUADRO NO. 1.5

#### MÉXICO: PRINCIPALES REFORMAS DEL SISTEMA FINANCIERO. 1988-1991

| FECHA              | REFORMAS  |
|--------------------|---|
| Principios de 1988 | Se establece que el crédito del Banco de México no debe exceder de 85% del saldo promedio diario registrado en diciembre de 1987. |
| Octubre de 1988    | Se autoriza la captación por medio de aceptaciones bancarias con tasas de interés libre.  |
| Abril de 1989      | Se suprimen los controles de tasas de interés pasivas y se sustituye el encaje legal al 30% por coeficiente de liquidez.          |
| Diciembre de 1989  | Se modifica la Ley Reglamentaria del servicio público de banca y crédito.   |
| Junio de 1990      | Por medio de la Ley de Instituciones de Crédito, se acepta la privatización bancaria.   |
| Septiembre de 1991 | Se elimina el coeficiente de liquidez de 30%. cada banco es responsable del manejo de sus reservas.                               |

FUENTE: Monetaria, Julio-septiembre 1993.

Estas formas produjeron, entre otros efectos, un aumento de la tasa de interés real, de un valor negativo en 1987 (-14.4%) a valores positivos en 1988. Además, el cambio determinó que la capacitación de la banca comercial, en términos reales, pasara de un crecimiento negativo en 1988 (-70%) a un notable repunte en 1989 (31%). El aumento de la tasa de interés real continuó en 1989, alcanzando la tasa activa un valor extraordinario en diciembre de dicho año: 42% a pesar de este reapunte, los logros de la reforma empezaron a materializarse de inmediato: el diferencial de tasas de interés se redujeron de 16% a 11% en 1989, y siguió disminuyendo en los años subsiguientes.

### **1.5.3. Privatización y Desregulación.**

La liberalización comercial y liberalización financiera fueron necesarias para el cambio estructural, de la misma manera la privatización y la desregulación de la economía son importantes para que se lleve a cabo este.

La privatización trae un efecto favorable en las finanzas públicas, tanto por la venta que representa un ingreso importante para el gobierno como por la desaparición de las empresas públicas ineficientes que se traduce como un ahorro para el gobierno, porque deja de otorgar subsidios. Naturalmente ese efecto facilita la continuación del programa de ajuste estructural. Por otra parte, la privatización influye también en la eficiencia productiva. Respecto a la desregulación (entendida como la elaboración de reglas claras y fáciles de seguir, más que su desaparición), origina una mejor coordinación de las actividades económicas y sirve de catalizador de la inversión.

La privatización y la desregulación fueron unas de las herramientas que utilizaron Chile y México, para realizar el cambio estructural.

Durante el régimen de unidad popular (1970-73), la economía chilena vivió un proceso masivo de nacionalización y expropiación. Chile prácticamente ha terminado su plan, en 1994 privatizó más de 500 empresas, luego del intento fallido de privatización de 1974-1978. Estos recursos generaron un excedente fiscal que permitió mejorar y expandir los servicios sociales. Por otra parte, el gobierno fomentó el capitalismo popular, ofreciendo las empresas a sus propios trabajadores, lo cual incrementó el apoyo popular al programa de privatización. En lo referente a la desregulación, además de la liberalización de precios aplicada casi inmediatamente después de la caída de la Unidad Popular, se realizaron reformas a la Ley de Trabajo, la Ley de Seguridad Social, educación y salud.

En México, durante los periodos presidenciales de Echeverría (1970-76) y López Portillo (1976-82), las empresas del sector público fueron primordiales para el crecimiento económico. Por tal motivo, la formación de empresas públicas fue una herramienta clave. El proceso de desregulación se inició en 1988. Entre los sectores más afectados por las reformas destacan el de transportes en julio de 1989, telecomunicaciones en 1990 y el petroquímico en agosto de 1989 y enero de 1992.

El proceso de privatización inició en 1983 en el sexenio de De la Madrid, vendiendo varias empresas pequeñas. Pero a partir de 1988 empezaron la venta de grandes empresas. En julio de 1991 y julio de 1992, se reprivatizaron 18 bancos comerciales, lo que representó un ingreso de 11 mil millones (alrededor del 6% del PIB). Este monto permitió eliminar el déficit fiscal y fortalecer el sistema financiero.

En Chile la restitución de las empresas expropiadas no implicó venta alguna. Por otra parte, las empresas y bancos adquiridos por el gobierno socialista se subastaron. Uno de los objetivos del nuevo régimen fue precisamente restituir las empresas a sus dueños originales y vender las que no fueran de propiedad nacional.

A diferencia del proceso chileno de privatización, en el cual se otorgaron generosos subsidios al sector privado, el gobierno mexicano guardó a las empresa mas importantes (bancos y TELMEX) y fueron privatizadas a un precio mayor del registrado en libros. La privatización implicó la drástica reducción de las empresas propiedad del estado de 1110 en 1982 a 269 en marzo de 1991.

Estas reformas, se analizarán detenidamente en los capítulos 2 y 3, cuando se estudien los sistemas financieros de cada país. Finalmente la privatización, la desregulación y otras reformas en el sistema financiero de ambos países, abrieron el camino a la expansión de emisiones de acciones y bonos internacionales. Al mismo tiempo otorgaron flexibilidad a los flujo de capitales y la inversión extranjera<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> González M. Héctor. "Desregulación Financiera en México". Monetaria Abril-Junio de 1993.

---

---

**CAPITULO II**

**"EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO"**

## **2.1. El Sistema Financiero Mexicano.**

El país ha enfrentado recientemente una reforma financiera promovida por el Poder Ejecutivo. El proceso de modernización financiera en nuestro país se inició antes de la nacionalización de los bancos de 1982, pues desde la década de los setentas se estructuró la banca múltiple, que integraba diversos servicios bajo una misma entidad financiera. Indudablemente influyeron los cambios que se estaban realizando a nivel internacional, entre los cuales se pueden señalar, la desregulación de las operaciones financieras, la eliminación de las barreras entre los intermediarios y los cambios cualitativos en las formas de inversión y financiamiento tradicionales, originadas por las grandes cantidades de deuda externas de nuestros países.

A los cambios a nivel internacional, se debe agregar los cambios a nivel nacional, que como en el caso de México, llevaron primeramente a la nacionalización de los bancos, posteriormente a una privatización parcial por medio de la venta de Certificados de Aportación Patrimonial, hasta llegar a la privatización total y a la integración de grupos financieros.

Estos cambios estuvieron inspirados en las corrientes neoliberales, tenían como fin que tanto el Gobierno como los dueños del capital, experimentaran ciertas transformaciones de modo que permitiera una más eficiente articulación entre la captación de recursos financieros y su asignación a la actividad productiva. Asimismo, la integración de grupos financieros tuvo como propósito el que se convirtieran en núcleos de acumulación y centralización de capital y de este modo se enfrentará la apertura comercial.

## **2.2. El sistema financiero en el período 1982-1988.**

Los sistemas financieros se han transformado de acuerdo a las modalidades de cada país. Antes de 1982, se había concretado el establecimiento de la banca múltiple, por ello, es indudable que la nacionalización de la banca significó una ruptura con las reformas anteriores.

El estallido de la crisis de la deuda externa y la nacionalización de la banca en este año, provocaron cambios fundamentales en las relaciones financieras del país con el exterior. Dichos cambios son relevantes para entender la situación de desequilibrio financiero.

### **2.2.1 Fenómenos derivados de la crisis de la deuda externa.**

#### **a) México, entra en moratoria y la "fuga de capitales".**

El primer efecto provocado por la crisis de 1982 fue que México de inmediato entró en moratoria, a partir de lo cual la economía nacional pasó a operar con una restricción financiera externa, que significaba una traba para el funcionamiento del sistema financiero. Esta moratoria también significó salir de los mercados financieros internacionales voluntarios con lo que México quedó excluido del acceso al ahorro externo como fuente para financiar su actividad económica.

Sin embargo, esta restricción financiera externa tenía un carácter complejo ya que solo dependía de factores externos como eran las acciones de los bancos acreedores o la evolución del precio del petróleo internacional. También influyó un factor interno, como fue el proceso de la "fuga de capitales", que surgió desde antes de la crisis de 1982.

Este factor, agudizó la propia crisis de deuda y generó malestares en la situación financiera externa: por una parte, a consecuencia de la salida de los mercados voluntarios el país operó en base a una restricción financiera externa. Pero al mismo tiempo existía un importante volumen de activos financieros de mexicanos en el extranjero.

Esto también podía explicarse por otro fenómeno financiero, como fue el caso de la nacionalización de la banca, con el que se cerró el conflicto entre Estado y banca privada desarrollado desde los setenta.

Dadas las circunstancias esta nacionalización fue inevitable. Al mismo tiempo provocó un problema mayor que marcó todo el curso de la crisis y la primera etapa de la reforma económica. Porque llevó a su máximo punto la crisis de confianza de los empresarios privados respecto al gobierno, tal como se manifestó en la fuga de capitales.

Esta reforma económica, era urgente ya que el modelo se estaba agotando, debido al problema de endeudamiento externo y la caída de los precios internacionales del petróleo, esto representaba el debilitamiento del modelo de crecimiento, vigente desde los años 50<sup>1</sup>.

#### **b) Problemas en la Balanza Comercial.**

El segundo efecto provocado por el estallido de la crisis de la deuda en 1982, era el referido a los problemas de los saldos en la balanza comercial.

La administración de De la Madrid, promovió a partir de 1983 la formación de superávit comerciales en el sector externo con el fin de disponer de divisas para atender el servicio de la deuda externa. Desde ese punto de vista la estrategia resultó exitosa, en la medida en que

---

<sup>1</sup> Bendesky, León, y Godínez. 1991. "liberalización financiera, en Chile, Corea y España, experiencias útiles para México" IMEF. México 1991.

se observó un incremento de los saldos positivos con base en las exportaciones no tradicionales.

Sin embargo, como se observó en el transcurso de los ochenta, la formación de superávit comerciales era débil para la reforma económica y se convirtió en un factor de bloqueo financiero y económico, por dos razones básicas:

Por una parte porque los desequilibrios externos que motivaban dicha formación surgían de obligaciones financieras con acreedores internacionales, las cuales crecían con la evolución de la tasa de interés de referencia. Sin embargo, estas obligaciones crecían por razones exógenas a la economía nacional, por ello, esta estrategia implicaba un factor de recesión interno que frenó la reforma económica.

Por otra parte, esta estrategia de superávit comercial también era débil porque la profundización de la reforma económica requería del sector comercial externo, que mantuviera la política de apertura comercial con el enfoque desregulador y globalista y con la estrategia antimonopólica. También requería que con la consolidación de la reforma económica se incrementaran las inversiones sobre las bases de un nuevo modelo económico, es decir se incrementaran las importaciones en maquinarias, equipos e insumos intermedios.

#### **e) Caída de la inversión extranjera**

Un tercer factor que explica la situación de desequilibrio financiero externo en 1987, es la fuerte caída de inversión extranjera a partir de 1982. Esto junto a la salida de fondos para cumplir con el servicio de la deuda convirtió a México en un exportador neto de capitales.

Esta caída de la inversión extranjera fue originada por la desconfianza de los inversionistas en las perspectivas económicas, también se explican por la falta de correlación entre las condiciones del país y las nuevas estrategias de los capitales transnacionales en el marco de la globalización.

La falta de inversiones extranjeras tanto inversión extranjera de cartera como directa, privó al país de una importante fuente de financiamiento, que desmejoró la situación en el sistema financiero.

Lo analizado en los tres puntos anteriores, se puede resumir en la siguiente conclusión: Cuando terminó la administración de De la Madrid, el país enfrentó restricciones financieras externas, que no permitían el desarrollo del sistema financiero, tales como: salida de los mercados financieros voluntarios, salida de capital para el servicio de la deuda externa y fuga de capitales, déficit comercial provocado por la apertura, y la falta de inversión extranjera.

Como observamos, esto iba más allá del ámbito financiero, ya que la crisis que enfrentaba la economía mexicana por el problema de endeudamiento externo y la caída de los precios internacionales del petróleo, representaba que el modelo ya estaba deteriorado y era necesario un cambio o reformas que contrarrestaran esta situación.<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Bendesky, León y Godínez. *Idem*.

## **2.2.2. Principales reformas al Sistema Financiero en el período 1982-1988**

### **a) La nacionalización de la Banca.**

La nacionalización de la banca en 1982, tuvo importantes consecuencias para el futuro del sistema financiero. Entre otras cosas, disolvió los grupos financieros e industriales constituidos en torno a los bancos y permitió un mejor balance en la distribución de los recursos financieros. Después de la nacionalización, las casas de bolsa adquirieron una mayor relevancia dentro del sistema.

### **b) La Ley Bancaria.**

El gobierno de Miguel de la Madrid, en 1984 mandó al Congreso de la Unión un paquete legislativo que incluía la Ley Orgánica del Banco de México, la Ley Bancaria adaptada a las condiciones de la nacionalización, pero dando participación a los particulares a través de la suscripción de Certificados de Aportación Patrimonial de la serie "B", la Ley de Mercado de Valores que abordó los aspectos que dieron transparencia a las operaciones y restringía el uso de información privilegiada, también se incluyó la Ley que promovería las Sociedades de Inversión.

En el mismo año, se dio a conocer el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo, que señaló la desvinculación patrimonial y operativa entre los bancos y las casas de bolsa, ya que muchas de ellas se encontraban incorporadas a las instituciones nacionalizadas. También se expresaba el objetivo de darle prioridad al desarrollo del mercado de valores. Hasta 1984, las casas de bolsa en México representaban el sector menos desarrollado del sistema financiero. Por ello, la política del Gobierno fue orientada a su fortalecimiento, el primer paso fue su desvinculación realizada con ventaja para los ex-banqueros, los cuales

tuvieron prioridad en su asignación. De esta manera el acceso al mercado de valores fortalecido por la emisión de valores gubernamentales fue concesionado a las casas de bolsa. Los bancos sólo podían operar en el mercado de valores en forma directa a través de las casas de bolsa y en los primeros años del período tenían prohibición de operar con títulos del Gobierno.

En esta fecha, se reestructuró el sistema financiero, bajo problemas como, alta inflación y tasas de crecimiento negativas de la inversión y el pago de la deuda externa. Se redefinieron también las funciones y objetivos de los diferentes órganos y agentes, también se aprobó el nuevo marco normativo.

El Programa Nacional de Financiamiento 1984-1988, reconoció la insuficiencia de recursos crediticios para la actividad productiva y la falta de mecanismos adecuados para su generación y canalización. Sin embargo la banca nacionalizada le permitió al Gobierno absorber la mayor parte del crédito bancario, por lo cual las empresas tuvieron dificultades para conseguir el capital de trabajo.

El desarrollo desigual entre bancos y casas de bolsa, motivaron que los bancos tuvieran una actividad declinante, con un deterioro en sus resultados financieros. La escasez de crédito bancario hizo resurgir los préstamos de tesorería a tesorería y al papel comercial extrabursátil que se negociaban a tasas más altas que las del mercado. Algunos directores nacionales expresaron su inconformidad con la política gubernamental, a través de protestas públicas en las Convenciones Bancarias, lo que llevó al otorgamiento de concesiones, como la operación directa de los Certificados de la Tesorería y posteriormente la creación de las Aceptaciones Bancarias.

Los problemas entre casas de bolsa y bancos durante el período se fundamentó en una recomposición de los grupos de poder, ya que a los banqueros tradicionales que manejaban los grupos financieros-industriales se les había expropiado la banca, por lo que reclamaron sus antiguos privilegios.

La estructura de integración de capital social de los bancos fue modificada, la participación del Gobierno pasó al 66% en la tenencia a Certificados de Aportación Patrimonial de la serie "A" y permitió que el sector privado participara con el 34% de la serie "B"<sup>3</sup>

La manera en que el Gobierno hizo frente a la deuda y financió su déficit presupuestal, fue intensificando la colocación de valores gubernamentales en el mercado, ésta situación favoreció también los intereses tanto de las casas de bolsa como de las empresas, ya que existían intermediación y demanda de crédito. Al respecto existe una interpretación sobre esta situación que nos ayudará a comprender: "Cabe señalar que no es que los gobiernos compitan por recursos con las empresas, sino que el financiamiento del déficit a través de estos mecanismos ha sido una forma de valorización de capitales en condiciones de estancamiento económico<sup>4</sup>". Las más beneficiadas resultaron ser las casas de bolsa, ya que por medio de este mecanismo que se expone en la cita anterior, se transfirieron grandes volúmenes de capital.

#### **c) La devaluación de 1987.**

En 1987, se presentó el Crac de la bolsa de valores. Este suceso tuvo sus raíces en el crecimiento de la actividad bursátil, bajo un mal desempeño de la actividad económica,

---

<sup>3</sup> Ley Reglamentaria del Servicio Público de la Banca de Crédito. Diario Oficial. 14 de Febrero de 1985. art. 11 al 15.

<sup>4</sup> Correa, Eugenia. "Las condiciones de la Apertura Financiera en el TLC": Ponencia presentada en el Taller de Investigaciones: Reestructuración Financiera. Tendencias Internacionales y el caso de México. UNAM. 1992. pp 4

donde la tasa de inversión era negativa y las expectativas de desarrollo del país eran pocas. Otro factor que contribuyó a esta caída, fue el conflicto de intereses que se presentó con la intervención de la Comisión Nacional de Valores al suspender temporalmente las cotizaciones del 7 de octubre de 1987<sup>5</sup>. Algunos dueños de las casas de bolsa, no estaban de acuerdo con esta intervención ya que de antemano se conocía que contábamos con un sistema neoliberal donde el Estado no debía intervenir ni participar en la actividad económica.

El crac no solo se debe interpretar como una caída de la bolsa, ya que permitió además la centralización de empresas en manos de los dueños de las casas de bolsa, lo que los consolidó en los consejos de Administración de las grandes empresas. Sin embargo, el sistema financiero era cada vez frágil ante estas situaciones. Esto creó un ambiente propicio para la realización de malos manejos dentro de las operaciones financieras, violaciones de todo tipo a la Ley del Mercado de Valores; esto a su vez provocó enfrentamientos de las casas de bolsa contra el Gobierno finalizando en la destitución del entonces presidente de la Comisión Bancaria de Valores.

Los efectos del crac de 1987 fueron diversos, la mas trascendental fue la devaluación de 1987. Al liberarse recursos de la inversión bursátil se canalizaron a la especulación con divisas, provocando la devaluación y posteriormente a fin de evitar salidas masivas de capitales, la tasa de interés fue forzada en niveles sin precedentes alcanzando casi el 200%, hasta finalmente sobrevenir el Pacto cuya entrada en vigor significó otra reducción de los ingresos de la población.

---

<sup>5</sup> Análisis Económico. 1992. Volúmen X, No. 21. Universidad Nacional Autónoma Metropolitana, División de ciencias sociales y Humanidades.

#### **d) El proceso inflacionario.**

El proceso inflacionario observado entre 1982 y 1987 indujo, a que los inversionistas demandaran instrumentos líquidos y de corto plazo, que solamente las casas de bolsa podían satisfacer. Los bancos se vieron restringidos a operar con depósitos a plazo y cuentas de cheques como sus principales instrumentos, lo cual implicó una desventaja relativa. A partir de 1985, los bancos estuvieron en posibilidad de competir con los intermediarios financieros no bancarios, ofreciendo servicios similares para inversiones en valores y financiamiento.

La inflación y la expansión de un mercado de dinero paralelo fueron las razones de mayor peso en la liberalización de las tasas pasivas en 1988. Las autoridades financieras permitieron a las instituciones de crédito emitir aceptaciones bancarias a tasas libres. Asimismo, se facultó a las instituciones de crédito a colocar los recursos generados sin ninguna otra limitación que mantener el coeficiente de liquidez de 30 por ciento y los requerimientos de capital correspondientes. Por tanto, se eliminó la canalización de crédito obligatorio a través del mecanismo de encaje.

#### **2.3. El sistema financiero en el periodo 1989-1994.**

Uno de los objetivos fundamentales del gobierno del Presidente Salinas, fue lograr la modernización y el cambio estructural en los distintos ámbitos de la vida nacional. Así aplicó una serie de medidas de corte neoliberal, donde se reformó el Estado, con el propósito de que fuera más eficiente y menos propietario.

Para lograr sus objetivos fue necesario una nueva política de financiamiento del desarrollo que permitiera recuperar el crecimiento. Esta política de financiamiento del desarrollo se orientó a incrementar la generación y captación del ahorro interno, tanto público como privado, para ser canalizados a la inversión productiva.

Dentro de este contexto, pero en el ámbito exterior, ocurrieron muchas transformaciones -como la globalización de la economía mundial-, que hizo necesario que la economía mexicana se transformara para integrarse a dicha globalización. En este contexto se volvió necesaria la modernización del Sistema Financiero Mexicano, tomando en cuenta que este juega el papel primordial para la movilización de recursos y su canalización eficiente y oportuna para el desarrollo nacional.

En este contexto, la modernización del Sistema Financiero Mexicano, llevó a establecer una serie de cambios jurídicos y regulatorios hacia el interior del sistema, así como a la modificación de las estructuras institucionales y administrativas de los distintos intermediarios financieros.

### **2.3.1. Las primeras medidas llevadas a cabo para la Liberalización del Sistema.**

A partir de 1988, las autoridades financieras del país, se preocuparon por crear medidas tendientes a profundizar la liberalización y la modernización del Sistema Financiero Mexicano. Dichas medidas se podrían agrupar en dos: por un lado se crearon medidas que tenían como objetivo principal desregular las operaciones del Sistema Financiero en su conjunto y del bancario en particular; y por otro lado, se reformaron y adicionaron las leyes

que regían a los distintos intermediarios, con el objetivo de adecuar la estructura jurídica e institucional del sistema financiero mexicano con el contexto internacional.

Es importante señalar, que estas primeras medidas para la Liberalización del Sistema Financiero, se llevaron a cabo gracias a una serie de cambios previamente realizado, entre los que destacan, la creación y consolidación de la banca múltiple, la formación y el desarrollo del mercado de valores, sobre todos gubernamentales y, el saneamiento de las finanzas públicas.

**a) Liberalización de las tasas de interés bancarias.**

La liberalización de las tasas de interés, fue todo un proceso. En la década de los setenta, las tasas de interés tanto activas como pasivas eran restrictivas. Sin embargo, las altas tasas de interés y la necesidad de contar con reglas más flexibles, hicieron necesario la creación de una tasa de interés representativa del mercado. De esa manera, en 1979 se creó el concepto de Costo Porcentual Promedio (CPP), el cual es un promedio ponderado de las tasas de depósito que pagan los bancos. La utilización del CPP, permitió que el gobierno fuera desregulando gradualmente las tasas de interés activas, de tal forma que permanecieron bajo control sólo las aplicables a ciertas actividades prioritarias tales como la agricultura y la vivienda.

A lo largo de 1989, y durante los tres primeros meses de 1990 las tasas de interés permanecieron altas. Sin embargo y como resultado de las desregulaciones tendientes a el logro de una intermediación bancaria más eficiente, las tasas de interés domésticas (activas y pasivas) mostraron una tendencia descendente, misma que se vio acentuada por la

iniciativa presidencial de restablecer el régimen mixto en la prestación del servicio de banca y crédito, a partir de la última semana de marzo de 1990.

La liberalización de las tasas de interés permitió la desregulación de una parte importante de la intermediación bancaria. Al liberarse la intermediación bancaria, y al poder estas instituciones determinar los plazos y tasas de sus operaciones activas y pasivas, se generó una mayor competencia entre los intermediarios bancarios y no bancarios, lo que propició una reducción del margen financiero y un aumento en la eficiencia de los intermediarios.

#### **b) Canalización selectiva del Crédito.**

Bajo un enorme déficit fiscal, el gobierno generalmente recurre al financiamiento de las instituciones de crédito. Sin embargo, la canalización selectiva del crédito, entendiéndose como tal, "un instrumento monetario cuyo objetivo es fomentar o disminuir ciertos tipos de préstamos e inversiones del sistema bancario, de acuerdo con los objetivos de política financiera". A través de la canalización selectiva se busca orientar el financiamiento hacia aquellas actividades productivas considerables como prioritarias<sup>6</sup>. No siempre constituye el medio más eficiente para proveer de recursos financieros al gobierno. Además la existencia de renglones obligatorios creó graves distorsiones en el sistema, al otorgar financiamiento barato a los sectores privilegiados y al encarecer -como contrapartida- el crédito destinado a los sectores no privilegiados. También la existencia de cajones obligatorios dan orígenes a prácticas indeseables en el otorgamiento del crédito, por ejemplo que los recursos se destinen en condiciones preferenciales hacia sectores que no son realmente prioritarios.

---

<sup>6</sup> Ortiz, Martínez, Guillermo. "La reforma financiera y la desincorporación Bancaria". Fondo de Cultura Económica, México 1994.

Los primeros años de la década de los setenta y bajo los problemas que provocaba la canalización selectiva en el mercado, el régimen de cajones obligatorios se fue simplificando. Solo algunos sectores prioritarios seguían siendo favorecidos por la canalización de financiamientos en condiciones preferenciales. El gobierno se encontraba aún entre los sectores favorecidos, en virtud de los fuertes desequilibrios que presentaban las finanzas públicas. Por ello, el proceso de corrección de las finanzas públicas, tuvo como objetivo, preparar un sistema de intermediación mas eficiente en 1983.

La mejoría del déficit fiscal y el desarrollo del un mercado de valores público hicieron posible que, se eliminaran las reglas de canalización obligatorios de crédito que existía, en 1989.

La eliminación de la canalización selectiva del crédito se efectuó gracias a que para ese entonces, el mercado de los valores gubernamentales no estaba muy desarrollado. Solo bajo ese esquema, el gobierno federal pudo modificar el esquema de financiamiento interno. Esto fue posible, gracias a que los requerimientos financieros del sector público se cubrían a través de las operaciones de mercado abierto (colocación de valores gubernamentales), lo que permitió prescindir de los créditos provenientes del sistema bancario doméstico.

Esta nueva política de financiamiento, hizo necesario mejorar y diversificar los instrumentos de captación utilizados por el sector público, lo que a su vez permitió diseñar una nueva política monetaria.

#### **c) Encaje legal y coeficiente de liquidez.**

El encaje legal fue un elemento muy importante en la evolución del sistema financiero, entendiéndose como tal "un instrumento de política monetaria que tiene como objetivo

“aumentar o disminuir el circulante y el crédito<sup>7</sup>”. El encaje legal era el porcentaje de la captación bancaria que el Banco de México determinaba que debía quedar depositado obligatoriamente en el propio instituto, con o sin causas de intereses.

La utilización del encaje legal en nuestro país, surgió en 1924. A partir de esa fecha y hasta 1936, cuando se consolida el Banco de México (como Banco Central), el encaje legal tenía como propósito, la protección de los depósitos efectuados por el público ahorrador en los bancos, y representaba una garantía para los propios ahorradores. En 1941 se modificó el régimen de encaje legal, al determinarse que dicho instrumento sería el pasivo exigible de las instituciones de crédito<sup>8</sup>. Este cambio tenía como finalidad que el banco central controlara el circulante, a través de limitar la base del crédito que podían otorgar los bancos.

En 1947, se determinó que las instituciones crediticias debían canalizar un porcentaje de su captación hacia la inversión obligatoria en valores. De esta manera fue conferido al Banco de México la posibilidad de utilizar el porcentaje del encaje legal (hasta por el 100%), en relación con los incrementos obtenidos en sus pasivos por el sector bancario. En 1970, el Banco de México pagaba a las instituciones crediticias intereses, por los excedentes de los porcentajes mínimos depositados con el encaje legal. Durante mucho tiempo los porcentajes obligatorios del encaje legal se mantuvieron vigentes durante mucho tiempo y los recursos obtenidos por el Banco de México a través de este medio, se canalizaban hacia los sectores considerados prioritarios para el desarrollo del país, entre ellos el propio gobierno. Esta

---

<sup>7</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. *Idem*.

<sup>8</sup> Quepons, A., "El encaje legal y otras medidas de control utilizadas por el Banco Central". UNAM; México 1973

situación generó una escasez de crédito para los sectores no prioritarios. Esto propició el surgimiento y expansión, de mercados informales que satisfacía de ese modo las demandas del crédito.

En 1989, el régimen del encaje legal fue sustituido por el coeficiente de liquidez de 30%. Esta sustitución se dio de manera gradual. A partir de junio de este año, se autorizó el pago de intereses a la cuenta de cheques, las que quedaron sujetas al régimen de inversión obligatorio.

En síntesis, el coeficiente obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, el cual podría integrarse por valores gubernamentales ó efectivo en caja, y/o depósitos a la vista en el Banco de México.

Dentro de las reformas al sistema financiero destacan sin duda , la eliminación del coeficiente de liquidez en septiembre de 1991. Es decir, las instituciones podían determinar libremente el monto de sus depósitos en el Banco Central, en función de sus necesidades de efectivo y de los resultados previsibles en la cámara de compensación. La eliminación del coeficiente obligatorio, no deja aun lado la posibilidad de que los bancos mantengan un coeficiente de liquidez voluntario<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Ley Orgánica del banco de México. Artículo 35.

## **2.4 El nuevo Marco Legal del Sistema Financiero. El “paquete financiero” de diciembre de 1989.**

En 1989, se llevaron a cabo una serie de reformas, conocidas como el “Paquete financiero”, fueron aprobadas en diciembre de 1989. Los objetivos de estas reformas eran: disminuir la regulación excesiva y mejorar la supervisión del sistema en su conjunto; regular a los nuevos intermediarios e instrumentos; fomentar la capitalización de los intermediarios y promover una mejor cobertura de mercados y mayor competencia entre intermediarios.

Con la aprobación del “Paquete Financiero”, fueron modificadas la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito; la Ley General de Instituciones de Seguros; la Ley Federal de Instituciones de Fianzas; la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito; la Ley del Mercado de Valores; y la Ley de Sociedades de Inversión.

### **2.4.1 Reforma a la Ley de Mercado de Valores.**

El paquete financiero de 1989, incluyó reformar la Ley de Mercado de Valores. Los factores que influyeron para que se modificara la Ley, fueron: la creciente modernización e internacionalización de los mercados de valores; la globalización de los servicios financieros no bancarios; la desregulación de las operaciones y la simplificación administrativa como parte del proceso de modernización. Estas reformas se llevaron a cabo con el fin de participar más en la globalización financiera. El propósito fue tener más

emisiones de valores mexicanos en otros mercados, atraer flujos de capital y preparar a los intermediarios para hacer frente a una mayor competencia externa.

La desregulación de la actividad bursátil estaba encaminada al mejor funcionamiento operativo, por ejemplo: el libre funcionamiento del mercado y la previsión de las acciones correctivas, dentro de una mayor certidumbre jurídica y supervisión.

Una medida trascendental, fue el reconocimiento legal de la figura del "especialista bursátil" como un intermediario más del mercado de valores, con objeto de estimular la participación de nuevos inversionistas. "El especialista bursátil es una figura jurídica del mercado de valores, cuya función principal es la de actuar como intermediario por cuenta propia, respecto de los valores en que se encuentre registrado como especialista en la bolsa de valores de la que sea socio"<sup>10</sup>

El campo operativo que se estableció para los especialistas bursátiles fue más limitado que el de las casas de bolsa. Además, se les impusieron ciertas limitaciones particulares con el fin de optimizar su operación, ya que no pueden realizar operaciones por cuenta propia respecto a los valores que manejan, tampoco pueden hacerlo con los emisores, ni con los administradores y factores de tales emisores.

Por lo que se refiere a los Bancos, estos pueden operar con valores, de acuerdo a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores. También pueden emitir bonos bancarios y obligaciones subordinadas. Se les facultó para asumir obligaciones por cuenta de terceros, otorgando aceptaciones o avales a títulos de crédito y recibir depósitos en administración de títulos y valores.

---

<sup>10</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. Idem

De hecho se eliminaron muchas barreras que existían entre la banca comercial y la llamada banca de inversión, pudiendo realizar operaciones que antes eran exclusivas de las casas de bolsa. Desde ese momento, los bancos pudieron ser emisores de títulos y operar con valores sujetándose a la ley específica, y operar por cuenta propia en operaciones con valores emitidos o aceptados por la banca.

Todas las reformas que se llevaron a cabo dentro del mercado de valores, se llevaron a cabo de acuerdo a la política financiera Salinista que se basó en la modernización e internacionalización del mercado de valores, la globalización ordenada de los servicios financieros no bancarios y la desregulación de las operaciones en los mercados de dinero y capitales.

A partir de las reformas a la Ley del Mercado de Valores en 1990, se inició la colocación de valores emitidos por empresas establecidas en México en mercados de valores Internacionales y algunos intermediarios ampliaron sus operaciones al exterior. La comisión por intermediación en la compra-venta de valores, particularmente acciones, es determinada por cada casa de bolsa. Dentro de estos cambios, se inició la operación de los Warrants, en julio de 1992. La introducción de warrants en el sistema financiero mexicano, dio la oportunidad de familiarizarse a los agentes del mercado con los productos derivados y dio pauta al desarrollo de otros productos<sup>11</sup>.

Dentro de las reformas al marco legal del mercado de valores, se profundizó lo relativo al manejo de la información privilegiada, con fines de transparencia en las operaciones que se realizaban en el mercado de valores. La información privilegiada, "es aquella que proviene

---

<sup>11</sup> "Los warrants en el mercado mexicano". El mercado de valores Num. 2, En: Nacional Financiera, Enero 15, 1993.

de alguna fuente cercana a la emisión y que no conoce el público<sup>12</sup>. A este respecto se estableció que quienes por su cargo o vínculo con las sociedades emisoras, o que por su participación en la intermediación o por las actividades que hicieran en dicho mercado tuvieran acceso a información privilegiada, tenían la obligación de abstenerse de operar con valores de la emisión con la que estén relacionados.

Todas estas reformas, permitieron que el capital extranjero fluyera, sobre todo la inversión extranjera de cartera, hacia la Bolsa Mexicana de Valores, ya que además se ofrecían ganancias de capital mayor con respecto a otros países, situación que tendió a cambiar con la reactivación y el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, además de que existen otros mercados que ofrecen rendimiento más atractivos como los de Chile y Argentina.

#### **a) Grupos Financieros.**

Una de las principales transformaciones fue reconocer legalmente a las agrupaciones financieras. Esta figura jurídica económica representó un camino cualitativo que indudablemente permitió una mayor centralización de capitales al integrarse los diversos intermediarios financieros bajo una sociedad controlada. Asimismo se estableció una integración entre los grupos financieros y los grupos industriales, lo que permitió niveles de concentración de capital .

El proceso de constitución y desarrollo de las agrupaciones financieras fue muy acelerado, pues a partir de abril de 1991 se estructuraron 21 grupos financieros.

Los grupos financieros se configuraron teniendo bajo su control todos los negocios financieros, entre los que se incluyen los bancos, casas de bolsa, aseguradoras,

---

<sup>12</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. Idem.

arrendadoras, factoraje, afianzadoras, almacenadoras, casa de cambio y sociedades operadoras de sociedades de inversión.

La importancia de los grupos financieros alcanzada gracias a la reforma del Sistema Financiero, es muy grande y se refleja en los grandes montos que manejan. De acuerdo con una información publicada en La Jornada<sup>13</sup>, los grupos financieros tenían “ una riqueza equivalente a 45 % de la producción del país su poderío financiero se apoya en el control y manejo de mas de 456 billones de pesos, casi dos veces el presupuesto de gastos del Sector Público autorizado para el ejercicio 1992”

Otra interpretación acerca de las importancia y la extraordinaria ganancia que perciben los grupos financieros, son los relativos a la eficiencia y al proteccionismo de que fueron objeto en las negociaciones del Tratado de Libre Comercio, en el cual se acordó una liberalización progresiva y gradual para la participación de los intermediarios extranjeros, incluyendo salvaguardas temporales. Las ganancias provienen del diferencial tan amplio entre la tasa activa y la pasiva, que mientras en otros países el margen de intermediación está entre el 2 y el 5% en México ha llegado en ocasiones a más del 10%.

#### **b) Los intermediarios informales**

Dentro de la reforma del sistema financiero se otorgó un marco normativo a las llamadas “Cajas de Ahorro Popular”, que surgieron en nuestro país a principios de la década de los cincuentas y que actualmente se encuentran operando alrededor de 300, y que debido a sus características no se habían considerado como pertenecientes al sistema financiero, sin

---

<sup>13</sup> Espinoza, María de Jesús. “El sistema Financiero, un año de cambios” La Jornada, 5 de octubre de 1992.

embargo, dados los volúmenes crediticios y el número de socios que manejan, la Secretaría de Hacienda estableció su regulación y control.

A partir del 28 de diciembre de 1991, fecha en que entraron en vigor las reformas a la Ley General de Organizaciones Auxiliares del Crédito, se dio el reconocimiento legal de las llamadas Cajas de Ahorro.

Anteriormente, estas sociedades operaban sin un marco legal específico y se caracterizaba por la captación de recursos de sus socios. Eran sociedades sin fines lucrativos, formadas por obreros empleados y campesinos, las ganancias obtenidas eran de beneficio social de tipo regional.

De este modo, las reformas de diciembre de 1991 a la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, tuvieron como propósito fundamental reconocer, organizar y otorgar normatividad para la operación de las cajas de ahorro.

Actualmente la Ley establece que, las sociedades de ahorro y préstamo, se caracterizan por ser personas morales con personalidad jurídica y patrimonios propios, de capital variable, en que la responsabilidad de los socios esta limitada al monto de sus aportaciones y su denominación estará siempre seguida de las palabras "Sociedad de Ahorro y Préstamo"

Finalmente, se observa que las autoridades financieras llevaron la reforma hasta los intermediarios informales, como son las Cajas de Ahorro Popular, denominadas en la Ley como Sociedades de Ahorro y Préstamo<sup>14</sup>, esto con el fin de articular todas las actividades que tengan que ver con la captación y asignación de recursos .

---

<sup>14</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. Idem.

#### **2.4.2. Adecuaciones a la Ley del Mercado de Valores.**

Los cambios que se llevaron a cabo en todo el mundo hicieron necesario que nuestro sistema financiero cambiara, aplicando algunas reformas, reconociendo a los grupos financieros y a los intermediarios informales, etc. Todo esto, con el fin de contar con un sistema financiero más eficiente y competitivo, que fuera capaz de fomentar el ahorro interno, y canalizarlo a la inversión productiva. Por ello, y con el objeto de tener congruencia con la Ley de Instituciones de Crédito y con la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, en junio de 1990, se reformaron y adicionaron diversas disposiciones de la Ley de Mercado de Valores, con el fin de que los participantes en el mercado de valores contaran con más seguridad, al mismo tiempo que permitió adaptar el marco jurídico de las casas de bolsa a la existencia de grupos financieros.

Igualmente, se adecuaron las normas relativas al capital social de las propias casas de bolsa, con el fin de permitir la participación minoritaria de los inversionistas extranjeros, hasta en 30% en total, y hasta en 10% en lo individual. De esta manera, se otorgó un tratamiento similar al capital social de las casas de bolsa respecto de las instituciones de banca múltiple y demás intermediarios financieros. También se hicieron diversas modificaciones en relación con el marco presupuestal de la Comisión Nacional de Valores y al mecanismo para hacer efectivas las sanciones económicas que se impongan en los términos de la propia Ley.

## **2.5. El nuevo marco legal del Sistema Financiero. “Paquete financiero” de mayo de 1993.**

En mayo de 1993 dentro del paquete financiero, se reformaron cinco leyes: Ley de Instituciones de Crédito; Ley para Regular las Agrupaciones Financieras; Ley del Mercado de Valores; ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito; Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y Ley Federal de Instituciones de Fianzas. Cabe señalar que los cambios más importantes se dieron en la Ley del Mercado de Valores.

El objetivo general de estas reformas, fue promover la competitividad de los distintos intermediarios financieros, y abrir el campo a nuevas operaciones y desregular algunas de sus actividades. Otro objetivo básico de estas reformas, fue homogeneizar los regímenes aplicables a los diversos intermediarios. Por ello, fue necesario revisar las facultades de los órganos del gobierno y de los presidentes de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores; y la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

Es importante mencionar que en el proceso de integración de las iniciativas para reformar a los intermediarios bursátiles, por primera vez intervino el Comité de Modernización del Mercado de Valores, cuerpo colegiado formado por autoridades financieras (SHCP; Comisión Nacional de Valores y el Banco de México), así como por los principales representantes del sector privado (Bolsa Mexicana de Valores y Asociación Mexicana de Casas de Bolsa).

### **2.5.1. Reformas a la Ley del Mercado de Valores.**

Esta ley se modificó para permitir que los intermediarios bursátiles se adecuaran a la creciente internacionalización de los mercados. Así se creó el Sistema Internacional de Cotizaciones, referido a los valores extranjeros que operan en México, así como a los valores emitidos en México o por personas morales mexicanas cuya oferta de venta se efectúe en el extranjero.

De esta manera, a partir de las reformas, se permitió que se llevaran a cabo operaciones de oferta pública de valores en territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor.

Se redefinió el concepto de información privilegiada " el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en los mercados de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento público"<sup>15</sup>

Por ello, las personas que dispongan de información privilegiada, deben de abstenerse de efectuar operaciones de beneficio propio o de terceros.

En este sentido, se acordó vetar por un periodo que va de 6 meses a 5 años , a los consejeros, directores, gerentes y empleados de las sociedades emisoras que abusaron de la información privilegiada. También se reformaron las Instituciones Calificadoras de Valores creadas el 4 de enero de 1989, con la reforma a la propia Ley del Mercado de Valores. Dentro de este contexto, se propuso ampliar su marco regulatorio, el que aprobado por el Congreso de la Unión, establece que la Comisión Nacional de Valores podrá expedir las

---

<sup>15</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. Idem.

disposiciones relativas a la información que tales instituciones deberán proporcionarle periódicamente, los requisitos mínimos de divulgación al público y otros aspectos que tiendan a mejorar los servicios que presentan a los usuarios.

Se hicieron extensivos a los valores extranjeros los servicios que prestan los institutos para el depósito de valores, y se incluyeron filiales del exterior y a otras instituciones de su misma naturaleza, entre los usuarios de tales servicios. Asimismo, se consideró conveniente permitir que los valores que reciban en depósito, pueden mantenerse tanto en entidades bancarias del exterior como en otras instituciones de depósito centralizado cuya nacionalidad sea mexicana o extranjera.

A partir de las reformas a la Ley, las casas de Bolsa pueden operar en el mercado exterior las actividades que les son propias. De igual manera, quedaron regulados los sistemas automatizados en la contabilidad y registro de las operaciones bursátiles.

Una reforma importante se da con la autorización a la actividad fiduciaria de las casas de bolsa, tratándose de negocios directamente vinculados con las funciones propias de estos intermediarios financieros. Con estos cambios se permite ahora la compra de acciones por parte de las propias sociedades emisoras, inclusive si se trata de casas de bolsa. Para tales efectos, se previó que esas operaciones se realizaran con cargo a su propio capital social.

Se unificaron los criterios de las acciones sin derecho a voto y acciones con voto restringido, para lo cual se tomó como base la legislación en materia de inversiones extranjeras, estableciéndose como límite 25% del capital social. Para este tipo de acciones

específicamente se estableció como en el caso de los bancos y sociedades controladoras, que las casas de bolsa y los especialistas bursátiles puedan emitir acciones de la serie "L"<sup>16</sup> Finalmente, se fortaleció el carácter de organismos autorreguladores de los consejos de administración de las bolsas de valores. Para ello, se propuso que dichos consejos se integraran de manera paritaria, es decir, que el número de consejeros que presenten a las casas de bolsa y especialistas bursátiles no rebase 50% del total, y que el otro 50 esté integrado por consejeros que sean personas de reconocido prestigio profesional, que no desempeñen puestos en entidades financieras.

#### **2.6. La autonomía del Banco de México.**

El Banco de México, es autónomo a partir del 1 de Abril de 1994. Esta autonomía tiene su base legal en una reforma a la Constitución Política llevada a cabo en 1993. El 17 de Mayo de 1993 el Presidente Salinas, envió a la Cámara de Diputados, una iniciativa de Reforma a la Constitución la cual proponía la autonomía del Banco de México. Las partes fundamentales del decreto fueron reformar los artículos 28,73 y 123, constitucionales.

El principal propósito de la autonomía del Banco Central fue crear un salvaguarda contra la inflación; además de que existían argumentos a favor de la autonomía reforzados por experiencias pasadas. Por ejemplo: Alemania, Suiza, Estados Unidos y Chile cuentan con Bancos Autónomos y gozan de bajas tasas de inflación.

---

<sup>16</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. Idem.

Se pretendía que con la existencia de un Banco Central se procurará ante cualquier finalidad, la estabilidad de los precios. En este sentido, el Banco Central, podía actuar como contrapesos de la administración pública en lo referente a situaciones inflacionarias. Pero también podía actuar como contrapeso de los particulares cuando estos llevaran a cabo acciones que condujeran a un aumento de precios o de costos, en la expectativa de que las autoridades llevaran a cabo una expresión monetaria suficiente para acomodar tal aumento. Otro elemento esencial de la autonomía del Banco, es la facultad exclusiva de determinar el monto y manejo de su propio crédito, por ello en el propio artículo 28 se establece que el Banco Central (en los términos que establezcan las leyes) “regulará el crédito, los cambios y la prestación de servicios financieros.”

## **2.7. La inversión extranjera en México.**

Las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos años en México, tales como: la privatización de las entidades gubernamentales, la apertura comercial, la liberalización financiera, la desreglamentación del mercado y algunos tratados de integración comercial; fueron elementos que determinaron las condiciones necesarias para fomentar el flujo de inversión extranjera al país.

Se registró un grande flujo de capitales, gracias a la liberalización de las tasas de interés, la privatización bancaria y la reforma a la legislación bancaria que permitió la formación de grupos financieros.

La reforma al reglamento de la Ley para Fomentar la Inversión Nacional y Regular la Extranjera (RLIE) decretada en mayo de 1989, fue un factor relevante para que a partir de ese año cobrara fuerza la inversión extranjera. En este reglamento se permitió una mayor participación del capital foráneo hasta un 49% en la mayoría de las inversiones realizadas por los inversionistas extranjeros.

En el marco de la inversión extranjera, desde que comenzó en 1989, México realizó una serie de modificaciones al marco jurídico de su Ley con el fin de fomentar el ingreso de capitales extranjeros. Así fue como surgió el concepto de inversión extranjera de cartera (IEC) que consiste en la colocación de valores entre inversionistas extranjeros. Esta colocación se registra en el mercado de capitales de renta variable, en el mercado de dinero y en la colocación de bonos de deuda por parte de instituciones mexicanas en el exterior.

El mercado de dinero es el principal proveedor de recursos del exterior desde 1992, esto es a través de la colocación de valores públicos.

Como mencionamos antes, las entradas de capital a México se iniciaron en 1989, después del acuerdo de reestructuración de la deuda pública externa con la banca comercial y de esa manera se fue incrementando. De enero de 1989 a diciembre de 1993, el superávit acumulado de la cuenta de capital de la balanza de pagos fue de 76 mil 700 millones de dólares, en contraste con la cifra del período 1983-1988 fue casi de cero.

A finales de 1993 la inversión de cartera en México era de 54 mil 600 millones de dólares, en acciones de empresas mexicanas bajo distintas formas (ADR's, acciones de libre suscripción, etc.) y 22 mil 100 millones de títulos de renta fija, públicos y privados:

predominando otros certificados de deuda gubernamental como CETES y otras clases de títulos como TESOBONOS.

Los beneficios de esta gran afluencia de capitales fueron varios pero también trajo consigo efectos negativos cuya evidencia se presentó mas tarde y que actualmente prevalece en el país.

Entre los beneficios podemos mencionar:

1.- Existía una mayor disponibilidad de recursos, complementarios del ahorro nacional, que ayudaron a financiar gastos de inversión. En el periodo 1988-1994 el valor acumulado de la inversión fija bruta en México fue de 400 mil millones de dólares. Esta se financió con ahorro nacional por 290 mil millones y ahorro externo (el déficit acumulado de la cuenta corriente) por aproximadamente 110 mil millones.

2.- Se registró una expansión del acervo de capital del país, y con ello se deshecharon algunos bienes de capital obsoletos. esto hacía más competitivas a las empresas.

3.- Gracias a esta afluencia de capitales hacia México se llevó a cabo una modernización del sistema financiero.

Sin embargo estas entradas de capital a México tuvieron algunos efectos negativos que se ha acrecentado a partir de 1994. Entre ellos se pueden mencionar:

1.- El rápido crecimiento del déficit de la cuenta corriente fue visto por el público con gran temor debido a que supuestamente indicaba una sobrevaluación de la moneda local.

2.- Las grandes entradas de capital ocasionaron grandes problemas de cartera vencida. Por ejemplo, la mayor disponibilidad de fondos prestables sustenta un incremento de los gastos de consumo entonces los bancos otorgan más crédito.

3.- Con tan grandes entradas de capital y a falta de un régimen de tipo de cambio flotante, el banco central debe emprender operaciones de esterilización y algunas veces es aplicada sin resultados.

4.- Los cambios cuantiosos en los flujos de capital, dejan poco tiempo para que los encargados de la política económica y los agentes privados puedan realizar ajustes.

Como podemos observar, se derivaron muchos efectos negativos, pero surge la pregunta que muchos analistas se han hecho ¿cual fue la causa de la crisis de 1994?.

Creemos que las entradas masivas de capital extranjero sin debida regulación fueron una de las causas determinante de dicha crisis, tomando en cuenta que un problema muy grave fue el grado del déficit en la cuenta corriente, que alcanzó 8% del PIB en 1994.

En realidad el déficit como tal, no es un problema grave, el problema se agrava cuando se vuelve insostenible este. Por ejemplo, Estados Unidos ha tenido un significativo déficit en la cuenta corriente y a pesar de que el dólar se deprecia constantemente, se puede equilibrar este déficit, con flujos financieros internacionales y otros medios.

El inicio de la crisis se dio dentro de los mercados emergentes. En primer lugar a lo largo de 1994, especialmente en marzo, se registró una salida creciente de inversiones de cartera, se redujo el volumen de nuevos ingresos y se sustituyeron la compra de CETES (Títulos de deuda en pesos) por TESOBONOS (Títulos indexados al dólar). Con la alta emisión de Tesobonos se estaba gestando una salida del mercado nacional (abandono del peso), esto a su vez dio lugar a movimientos de capital por unos 50 mil millones de dólares, divididos casi por partes iguales entre pérdidas de reservas internacionales y existencias de Tesobonos en circulación.

Otro dato importante es que cerca de 70% de los CETES en pesos y alrededor de 80% de los TESOBONOS, en dólares estaban en manos de extranjeros, lo que volvió al país vulnerable a los movimientos de estos. Ello hacía que el país dependiera más de la inversión especulativa en valores o depósitos a corto plazo , que de inversión extranjera directa.

Otro problema grave, es que el deslizamiento diario del peso frente al dólar no mantuvo el mismo ritmo que la inflación interna y esto provocó una sobrevaluación de la moneda. A finales de marzo y a principios de abril se agudizaron las presiones sobre el peso, y fue cuando el Banco de México utilizó 9 mil millones de dólares.

La crisis financiera de diciembre de 1994, se hizo latente cuando el nivel de reservas internacionales de México empezó a caer rápidamente durante noviembre y diciembre. Cuando eso sucedió los inversionistas extranjeros poseedores de títulos (Tanto acciones como tesobonos y cetes) vieron caer su garantía de liquidez. Entonces se registró fuga de capitales entre 5 y 7 mil millones de dólares de las reservas internacionales durante los primeros 21 días de diciembre.

Por ello es que esta crisis que inició en los mercados emergentes, se convirtió en una crisis de deuda ya que había una incapacidad de pago por parte del país. Al inicio de enero de 1995 había 5 mil 500 millones de dólares y 3 mil 483 millones al final del mes, y se vencían 10 mil 337 millones de dólares en Tesobonos al final del primer trimestre del año, y el país no podía hacer frente a estas obligaciones.

**Como se observa las entradas masivas de capital fue un elemento determinante dentro de la crisis de 1994, por ello resulta importante su análisis y su estudio tanto del marco teórico como de su comportamiento dentro del país.**

---

---

**CAPITULO III**

**"EL SISTEMA FINANCIERO CHILENO"**

### **3.1. Desarrollo Económico Chileno (Estrategia de desarrollo hacia adentro).**

Durante el primer cuarto de este siglo, la economía chilena se caracterizó por la importancia de las actividades agrícolas y mineras, todos estos productos obtenidos de estas actividades eran de exportación, gracias a la sólida industrialización que tuvo lugar desde el decenio de 1880. Los productos de exportación chilenos, tanto agrícolas como mineros, eran destinados principalmente a Europa.<sup>1</sup>

En esa época, el sector externo desempeñaba el papel principal y se podía vislumbrar un desarrollo económico "dinámico"; sin embargo, éste fue interrumpido por la crisis mundial de 1929-1930.

En 1930, las exportaciones chilenas se redujeron en 42%. Los problemas económicos del país, se agudizaron más con el terremoto de enero de 1939, donde quedaron devastadas amplias zonas del centro y sur del país. Fue cuando el Gobierno del Frente Popular, ante la urgente necesidad de iniciar la reconstrucción de las zonas afectadas, envió un mensaje al Congreso para la dictación de una ley de Reconstrucción y Auxilio. Dicha ley contenía el proyecto de creación de un organismo de fomento nacional denominado Corporación de Fomento de la Producción (CORFO). Entre los años de 1940 y 1970, la CORFO, realizó muchas actividades con el fin de obtener una recuperación económica. Desde 1940 a mediados de los años cincuenta, se caracterizó por el impulso a la sustitución de importaciones y se fundaron empresas básicas muy importantes, como la Empresa Nacional de Electricidad (ENDESA), la Compañía de Aceros del Pacífico (CAP) y la Empresa Nacional de Petróleo (ENAP). Desde fines de los cincuenta a 1970, se

---

<sup>1</sup> Muñoz, O. (1977), "Estado e Industrialización en el ciclo de expansión del salitre", Estudios CIEPLAN. No. 6, Santiago de Chile, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica

incentivaron y diversificaron las exportaciones, apoyándose en los sectores forestal, pesquero y frutícola. También se crearon nuevas empresas.<sup>2</sup>

El Estado fue creciendo dentro de una estructura productiva nacional, y se compensaba tanto la oferta como la demanda dentro del país. La demanda total del sector público representaba en 1970 el 52.6% del gasto total de bienes y servicios producidos en el país.<sup>3</sup>

Es así como se logró constituir un Estado más poderoso aunado al proceso de "chilenización" y posteriormente "nacionalización" de la industria del cobre, que finalizó en 1971. Las exportaciones de este metal representaban el 80% de las exportaciones totales chilenas en esa época.

El ascenso al gobierno de la Unidad Popular (UP) en 1970 marcó un cambio fundamental al carácter de la actividad empresarial del Estado en Chile, al tener como objetivo la centralización de la economía, expandiendo el ámbito del Estado Empresario desde la concentración de empresas de "infraestructura" (acero, energía, comunicaciones, etc) como de empresas complementarias con la actividad privada. Es por esto que el período de 1970 a 1973, se caracterizó por un masivo traspaso e intervención de empresas existentes a manos del Estado.

---

<sup>2</sup> Alvarez, C. Saéz, (1989) "El Estado empresario en Chile". Antecedentes sobre la creación y papel de CORFO. Encuentro anual de economistas. Santiago de Chile.

<sup>3</sup> Méndez, 1981. "Un intento de medición de tamaño del sector público y la presencia empresarial del Estado de Chile". Conferencia Internacional sobre experiencias de la Política Económica. Vña del Mar, Abril.

### **3.2. La crisis de 1972-1973.**

El auge económico experimentado a partir de 1971, fue precedido por una recesión en los años 1972-1973, junto con una crisis de balanza de pagos. Era evidente que el modelo proteccionista de sustitución de importaciones había sido llevado a extremos insostenibles, existían tasas arancelarias diferenciadas, que fluctuaban en un rango de 0% y 750%. Además el sector público había crecido de una manera considerable, y la economía se veía afectada por los grandes desequilibrios fiscales que generaban algunas empresas improductivas. El Estado controlaba más del 50% del patrimonio de las empresas de los sectores minero, financiero, transporte, comunicaciones y electricidad, gas y agua.<sup>4</sup>

En el ámbito político también se observaba un grave desacuerdo, pues la coalición de partidos de gobierno, en su conjunto, no tenían representación suficiente en el Congreso para imponer cambios constitucionales que hicieran viable el programa económico. Esta situación llevó al país a tener un caos político, que se desencadenó en un brusco cambio de gobierno.

### **3.3. El Gobierno Militar y el Modelo Neoliberal.**

El Gobierno Militar, asumió el poder el 11 de septiembre de 1973, bajo una difícil situación. Dentro de la filosofía económica del actual gobierno, fungía el Sector Privado como agente fundamental del desarrollo y la apertura al comercio exterior como medio

---

<sup>4</sup> Larroulet, C. 1984. "El Estado empresario en Chile" Estudios públicos No. 14 . Santiago de Chile, Centro de Estudios Públicos (CEP).

para aprovechar las ventajas comparativas. Era evidente, que el Estado empresario bajo la U.P. tendría que ser reformado en su totalidad.

El actual gobierno, se planteó una serie de medidas que conformaron la razón del nuevo modelo económico:

- a) Menor intervención estatal.
- b) Atención de los programas sociales.
- c) Mayor participación privada en la administración y propiedad de los medios de producción.
- d) Libre determinación de todos los precios por el mercado.
- e) Apertura de la economía.

Estos principios, junto a las características que prevalecían en esa época, permitieron conformar una estrategia de crecimiento que mostró ser consistente en términos generales.

Las premisas principales de la estrategia de desarrollo se pueden sintetizar en tres grandes ideas:

- a) Las estrategias y políticas aplicadas en Chile se orientaron, fundamentalmente, a lograr el crecimiento económico sostenido, a través del libre ejercicio de la iniciativa privada.
- b) Este libre ejercicio solo se lograría a través de una serie de reformas como la liberalización económica; apertura del comercio exterior, desarrollo del mercado de capitales (sin intervención estatal y con la participación de flujos financieros externos); modernización de la legislación laboral; eliminación de controles de precios y regulaciones excesivas; y racionalización del gasto público y del sistema tributario.

Bajo este contexto, la dirección de la economía cambió radicalmente, bajo la Unidad Popular (U.P) y el actual gobierno Militar. Bajo el nuevo gobierno el papel del Estado se

restringió al diseño de políticas estables y claras al sector privado, y ahora toda la intervención estatal de carácter correctivo, la cual era estudiada detenidamente antes de su aplicación, ya que el sector público no poseía herramientas apropiadas para corregir adecuadamente las deficiencias del mercado.

#### **3.4. La Reforma Financiera Chilena.**

Bajo estas condiciones, Chile fue el primer país en América Latina en emprender un profundo ajuste estructural de su economía.

Desde el inicio del poder del Régimen Militar, se aplicó en la economía chilena una nueva estrategia económica, basada como anteriormente se señaló, en la empresa privada; la subordinación del Estado a los individuos; la libre operación de los mercados; y la apertura comercial y financiera con el exterior. Siguiendo esta estrategia, se hizo necesaria una reforma financiera.

En esa época, el Sistema Financiero se encontraba muy cerrado, y por lo tanto no era posible un desarrollo. Las características de la economía chilena eran: lento crecimiento, alta inflación, vulnerabilidad externa y bajas tasas de ahorro e inversión. Estas características hacían recomendable la liberalización, expansión y evolución del sistema financiero.

La liberalización de las actividades financieras, se supone, que mejora la asignación de recursos, al transferir fondos desde actividades y sectores de baja rentabilidad hacia actividades y sectores mas rentables. Entendiendolo en otras palabras, se supone que la liberalización eleva la productividad marginal del capital, además de que este proceso

amplía la variedad de instrumentos financieros. Entonces entendamos el concepto de Liberalización, como un proceso que mejora la asignación de fondos entre actividades y sectores económicos, la cual aumenta las corrientes de ahorro; y reduce los costos y márgenes de intermediación. Además hace que aumenten los flujos de inversión extranjera hacia el país. (ver capítulo 1)

Fue en el año de 1974, cuando bajo los efectos de la hiperinflación de 1972-1973 (ver el cuadro 3.1) y otros problemas que se gestaron en el país, el gobierno decidió aplicar una reforma financiera, con el principal objetivo de abrir y liberalizar el sistema financiero.

**ESTA TESIS NO DEBE  
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

**CUADRO 3.1****INDICADORES MACROECONÓMICOS: 1960-1973**

| ANOS | PIB total<br>Crec.Real<br>(%) | Déficit de<br>balanza<br>comercial<br>(% PIB) | Déficit<br>del Sector<br>Público<br>(% PIB) | Inflación<br>(%dic-<br>dic) | Tasa de<br>desem-<br>pleo (%) | Tipo de<br>cambio real<br>(1977=100) |
|------|-------------------------------|---|---|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|
| 1960 | ---                           | 8.2   | 4.6   | 5.5                         | 7.1                           | 93.4                                 |
| 1961 | 4.8                           | 9.6   | 4.5   | 9.6                         | 8.0                           | 86.3                                 |
| 1962 | 4.7                           | 7.2   | 5.8   | 27.7                        | 7.9                           | 83.1                                 |
| 1963 | 6.3                           | 6.6   | 4.9   | 45.3                        | 7.5                           | 94.4                                 |
| 1964 | 2.2                           | 7.4   | 3.9   | 38.5                        | 7.0                           | 84.7                                 |
| 1965 | 0.8                           | 7.0   | 4.1   | 25.8                        | 6.4                           | 89.1                                 |
| 1966 | 11.2                          | 12.2  | 2.5   | 17.0                        | 6.1                           | 93.2                                 |
| 1967 | 3.2                           | 9.3   | 1.3   | 21.9                        | 4.7                           | 98.1                                 |
| 1968 | 3.6                           | 10.6  | 1.5   | 27.9                        | 4.9                           | 105.7                                |
| 1969 | 3.7                           | 12.8  | 0.4   | 29.3                        | 5.5                           | 111.2                                |
| 1970 | 2.1                           | 12.5  | 2.7   | 34.9                        | 5.7                           | 111.9                                |
| 1971 | 9.0                           | 13.3  | 10.7  | 22.1                        | 3.9                           | 94.6                                 |
| 1972 | -1.2                          | 15.9  | 13.0  | 260.5                       | 3.3                           | 43.4                                 |
| 1973 | -5.6                          | 15.1  | 24.7  | 605.1                       | 5.0                           | 40.7                                 |

FUENTE: Banco Central de Chile, citado por Corbo y Fischer (1993), en el caso de la inflación (Cortázar y Marshall, 1980), y el tipo de cambio por Felipe Morandé 1993.

La reforma financiera abarcó varios procesos, entre los que destacan; la liberalización, privatización, integración a los mercados internacionales, eliminación de la discriminación entre instrumentos e instituciones y el establecimiento de un nuevo sistema de supervisión, entre otros. Todos estos elementos en su conjunto fueron los que hicieron posible la tan nombrada reforma financiera chilena.

#### **3.4.1. Diseño de la Reforma.**

Es importante señalar, que la reforma no estaba totalmente elaborada cuando el nuevo gobierno tomó el poder en 1973. Por ello surgieron otras opciones y otras ideas, pero todas encaminadas a una liberalización. Fue hasta 1975, cuando se contó con un plan de reforma coherente.

Los primeros pasos que se dieron fueron: eliminación de un impuesto a los intereses; la prohibición de establecer nuevos bancos por un año; autorización de operación para las sociedades financieras; liberalización de las tasas de interés; la imposición de límites para la tenencia de acciones de un mismo banco, que se eliminaron después para facilitar la inversión extranjera; prohibición de que los bancos invirtieran en acciones de las sociedades financieras; autorización para que los bancos extranjeros pudieran abrir sucursales en el país.

#### **3.4.2. Liberalización y Privatización.**

Como es sabido, el proceso de liberalización estaba orientado a crear condiciones para la libre operación del mercado, teniendo en cuenta las características de la economía chilena y de su sistema financiero; se liberaron las tasas de interés, se eliminaron varios controles cuantitativos y cualitativos, se redujeron las tasas de encaje hasta niveles normales, y se hizo más flexible la entrada al mercado.

El proceso de privatización por su parte, incluyó la devolución de las instituciones intervenidas a sus dueños originales; la venta de los bancos nacionalizados al sector

operaciones financieras realizadas directamente por las empresas, motivadas todas por la crisis financiera de 1976 que llevó a la intervención de un banco comercial y de varias sociedades financieras; autorizar a los bancos comerciales a emitir depósitos de ahorro para financiar préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas, lo que puso fin al monopolio del Banco del Estado.

Las tasas de interés de las sociedades financieras fueron liberadas en mayo de 1974, las bancarias en abril de 1975.

Los bancos intervenidos fueron devueltos a sus dueños y los nacionalizados se vendieron. Dada la escasez de capital que caracterizaba a la economía chilena, muchos bancos fueron comprados con créditos directos o indirectos.

A finales de 1973, las tasas de encaje eran muy altas, las marginales se acercaban al 100%. Además no eran uniformes, lo que implicaba una discriminación entre instituciones e instrumentos. En 1976, el Banco Central inició un proceso gradual, de reducción de esas tasas, con el fin de liberalizar las operaciones bancarias, dar liquidez al sistema y bajar las tasas de interés activas.

### **3.4.3. Apertura Financiera.**

Este proceso se dio a principios de 1977 y finalizó en 1979. Este proceso abarcó también, el acceso a los mercados internacionales por consecuente, la eliminación de las discriminaciones entre instituciones e instrumentos. Este proceso se dio bajo un ambiente de tasas de inflación moderadas, en 1977 con una tasa de inflación de 84.2 para 1979 se

privado; la eliminación de los créditos del Banco Central a los sectores público y privado, y la reducción del tamaño relativo del Banco del Estado.

Este proceso fue utilizado por el gobierno, principalmente, para disminuir el tamaño que había alcanzado la actividad empresarial del Estado, aumentar los ingresos fiscales, aumentar la eficiencia de manejo de las empresas chilenas, difundir la propiedad accionaria y desarrollar el mercado de capitales. El proceso de privatización chileno, se puede analizar en dos bloques: de (1974-1982) y de (1985-1989).

En el primer bloque, se llevaron a cabo la devolución de las empresas intervenidas, es así como se devolvió el control de más de 325 empresas industriales y comerciales, con la sola condición de que los dueños no hicieran denuncias judiciales en contra del Estado.

En el segundo bloque, se llevó a cabo la reprivatización o devolución al Sector Privado de los bancos y empresas intervenidas durante la crisis; además se privatizaron muchas empresas que tradicionalmente estuvieron en manos del Sector Público por ser consideradas "estratégicas".

Estas dos grandes reformas -Liberalización y Privatización- comenzaron a principios de la década de los setenta, el proceso de privatización finalizó en 1989. Entre 1975 y 1977 la economía se caracterizaba por una larga y profunda recesión y altas tasas de inflación. Las principales decisiones adoptadas, fueron liberar las tasas de interés bancarias; transferir los bancos intervenidos y nacionalizados en el período 1970-1973 al sector privado; congelar los instrumentos financieros indizados emitidos por las asociaciones de ahorro y préstamo; comenzar una reducción gradual de las tasas de encaje; prohibir al Banco Central que otorgara préstamos al sector público y al sector privado no bancario; establecer nuevos reglamentos para las sociedades financieras, los intermediarios financieros informales y las

redujo a 38.9%. la mas baja se registró en 1981 de 9.5%. (ver cuadro 3.2), también se registró una tendencia ascendente del producto real y un superávit en la balanza de pagos.

**CUADRO 3.2**  
**INDICADORES MACROECONÓMICOS: 1974-1982**

| ANOS | PIB total<br>Crec.<br>Real<br>(%) | Déficit de<br>Balanza<br>comercial<br>(% PIB) | Déficit<br>del Sector<br>Público<br>(% PIB) | Inflación<br>(% dic-<br>Dic) | Tasa de<br>desem-<br>pleo (%) | Tipo de<br>cambio real<br>(1977=100) |
|------|-----------------------------------|---|---|------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|
| 1974 | 1.0                               | 11.3  | 3.5   | 369.2                        | 9.5                           | 77.3                                 |
| 1975 | -12.9                             | 1.2   | 0.9   | 343.3                        | 14.8                          | 112.4                                |
| 1976 | 3.5                               | -2.1  | -0.6  | 197.1                        | 12.7                          | 105.2                                |
| 1977 | 9.9                               | 1.8   | -0.1  | 84.2                         | 11.8                          | 100.0                                |
| 1978 | 8.2                               | 3.2   | -1.5  | 37.2                         | 14.2                          | 115.4                                |
| 1979 | 8.3                               | 5.2   | -3.3  | 38.9                         | 13.6                          | 110.1                                |
| 1980 | 7.8                               | 6.7   | -4.5  | 31.2                         | 10.4                          | 100.2                                |
| 1981 | 5.5                               | 12.9  | -0.8  | 9.5                          | 11.3                          | 99.8                                 |
| 1982 | -14.1                             | -0.2  | 3.5   | 20.7                         | 19.6                          | 110.2                                |

FUENTE: Banco Central de Chile, citado por Corbo y Fischer (1993), en el caso de la inflación (Cortázar y Marshall, 1980), y el tipo de cambio por Felipe Morandé 1993.

La apertura comenzó en 1974 para el sector empresarial y en 1977 para los bancos. En enero de 1978 se autorizó a los bancos comerciales a contraer créditos externos, con el objeto de financiar préstamos en pesos chilenos.

La reducción de las tasas de encaje, iniciada anteriormente, siguió su camino. Las tasas de encaje se redujeron al 42% para los depósitos en cuenta corriente y al 8% para los depósitos a plazo a fines de 1979.

Un objetivo importante que se dispuso, fue la quiebra del monopolio del Banco del Estado, esto se facilitó, autorizando a las instituciones y empresas públicas a que tomaran depósitos

en cualquier banco comercial. También se prohibió al Banco Central prestar al gobierno e invertir en pagarés o bonos de la Tesorería.

#### **3.4.4. Fin de la Reforma (Consolidación).**

A fines de 1980, la mayoría de las reformas ya habían sido aplicadas solo faltaba la consolidación, esto se lograría con la eliminación de todas las restricciones que impedían un nuevo sistema financiero.

Las principales decisiones de política fueron la prohibición de que el sector público mantuviera acciones de las instituciones financieras, con la sola excepción del Banco del Estado; la mayor flexibilidad de las reglas para que los bancos nacionales compraran acciones de bancos extranjeros; la eliminación de diferencias entre los bancos comerciales y de desarrollo, y entre bancos y sociedades financieras; la generalización del uso de la unidad de fomento (UF), unidad de cuenta atada al índice de precios al consumidor, para las operaciones reajustables de mediano y largo plazo.

#### **3.5. Crisis Financiera.**

El período de 1981-1983 estuvo caracterizado por una severa crisis financiera. En 1981 las tasas de interés alcanzaron niveles muy altos. La inflación estaba bajo control porque el tipo de cambio nominal estaba fijo y los precios externos limitaban el alza de los precios internos. Pero en las cuentas, corriente y comercial de la balanza de pagos existía un déficit, cada vez mayor.

Varias causas explicaban este fenómeno. Una es el cambio radical de las condiciones económicas externas -alza de los tipos de interés y deterioro de la relación de precios de intercambio-. También pudieron ser el cambio tan brusco de las políticas aplicadas por el nuevo gobierno y el peso tan grande que se le dio al sector privado.

La crisis fue severa: el PIB bajó 19% entre 1981 y 1982, el desempleo abierto subió de 11.1% en 1981 a 19.62% en 1982; ( ver cuadro 3.3). los tipos de interés reales para los depósitos llegaron a 39% anual en 1981 y 35% en 1982. Los intermediarios financieros se mostraron muy sensibles ante esta situación. Las altas tasas de interés, la devaluación del peso chileno y la caída del producto real conjuntamente provocaron una crisis financiera en las empresas de producción. Los créditos vencidos crecieron rápidamente y la mayoría de las instituciones financieras fueron intervenidas por la Superintendencia de Bancos para impedir su quiebra.

### CUADRO 3.3.

#### INDICADORES MACROECONOMICOS: 1980 1985

| ANOS | PIB. TOTAL. | TASA DE DESEMPLEO |
|------|-------------|-------------------|
| 1980 | 7.8         | 10.4              |
| 1981 | 5.5         | 11.3              |
| 1982 | -14.1       | 19.6              |
| 1983 | -0.7        | 14.6              |
| 1984 | 6.3         | 13.9              |
| 1985 | 2.4         | 12.0              |

FUENTE: Banco Central de Chile, citado por Corbo y Fisher (1993)

### 3.6. Estabilidad del Sistema Financiero y algunos ajustes.

En el período de 1984-1986, el gobierno llevó a cabo una serie de ajustes que pretendía estabilizar al Sistema Financiero. En este período se registró una recuperación del PIB y tasas de inflación moderadas (ver cuadro 3.4), y la cuenta comercial de la balanza de pagos se volvió positiva.

**CUADRO 3.4.**  
**INDICADORES ECONÓMICOS: 1982-1986**

| ANOS | PIB (%) | TASA DE INFLACION |
|------|---------|-------------------|
| 1982 | -14.1   | 20.7              |
| 1983 | -0.7    | 23.0              |
| 1984 | 6.3     | 23.0              |
| 1985 | 2.4     | 26.4              |
| 1986 | 5.7     | 17.4              |

FUENTE: Banco Central de Chile y Cortázar y Marshall (1980).

Se crearon medidas de política destinados a apoyar a los deudores del sistema bancario. El gobierno aplicó varios programas para los deudores, los cuales fueron apoyados con líneas de crédito del Banco Central. Para evitar la expansión de la base monetaria, el Banco Central emitió y vendió volúmenes considerables de instrumentos financieros, además decidió controlar indirectamente la tasa de interés por medio de los depósitos de corto plazo, surgiendo un tipo de mercado.

Muchos de estos programas apoyaron directamente a los bancos, que enfrentaban serios problemas de liquidez. Ante esta grave situación de los Bancos, con el fin de prevenir futuras crisis financieras, manteniendo un sistema libre, abierto y competitivo la

Superintendencia de Bancos estableció en 1986, nuevos reglamentos para los bancos. Estos nuevos reglamentos, contemplaban que los bancos estaban obligados a proporcionar una información completa sobre sus actividades y operaciones y, principalmente sobre su cartera de activos.

### **3.7. Evolución del Sistema Financiero, después de la reforma.**

Desde 1985 la autoridad económica, con la colaboración del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, reforzaron los lineamientos ya existentes del gobierno Militar sobre el modelo neoliberal. La estrategia de crecimiento puso énfasis en el incremento de las exportaciones y la mantención de los equilibrios macroeconómicos básicos.

La evolución del sistema financiero chileno, fue buena, ya que registró un crecimiento a consecuencia de la reforma en el período de 1970-1986. Los préstamos se multiplicaron por 17.9; las inversiones financieras por 43.8; y la cartera total, por 22.9. Expresado como proporción del PIB, el dinero privado subió del 11.1% en 1970 a 27.1% en 1987.

Antes de la reforma, Chile registraba índices monetarios financieros muy bajos. El número de instituciones financieras subió de 28 en 1970 a 41 en 1987. Estos son algunos de los indicadores que muestran la expansión del sistema financiero, pero esta expansión se explica gracias a la represión financiera anterior, la liberalización de las actividades financieras, la demanda del crédito, las altas tasas de interés para los operaciones en moneda local registradas durante varios años, y la devaluación del peso chileno en 1982.

Otro elemento que es importante analizar post-reforma, es el programa de privatizaciones. Las experiencias previas al respecto, como ya se analizó, se dieron a mediados de los setenta. Sin embargo este proceso fue diferente, ya que el primer bloque de privatización solo se llevó a cabo con empresas directa o indirectamente intervenidas por el Estado, sino que abarcó a la totalidad de las empresas perteneciente a CORFO y a algunas de las empresas públicas creadas por ley. También es importante mencionar que la evolución del sistema financiero fue favorable, gracias a programas como: el de renegociación de la deuda externa y el plan de saneamiento financiero que normalizó la operación normal y privada del sistema bancario, seriamente afectado por la crisis financiera.

A finales de 1989, Chile cumplió su sexto año consecutivo de crecimiento (con una tasa promedio anual de 6.3%), la tasa de inflación anual se ubicó, como promedio, en 21.4% . las cuentas fiscales estaban equilibradas y se registró una recuperación importante en la balanza comercial respecto al PIB.

### CUADRO 3.5

#### INDICADORES MACROECONÓMICOS: 1983-1992

| ANOS | PIB total<br>Crec.<br>Real<br>(%) | Déficit de<br>Balanza<br>comercial<br>(% PIB) | Déficit<br>del Sector<br>Público<br>(% PIB) | Inflación<br>(% dic-<br>dic) | Tasa de<br>desem-<br>pleo (%) | Tipo de<br>cambio real<br>(1977=100) |
|------|-----------------------------------|---|---|------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|
| 1983 | -0.7                              | -4.1  | 3.2   | 23.0                         | 14.6                          | 132.0                                |
| 1984 | 6.3                               | -2.2  | 4.3   | 23.0                         | 13.9                          | 138.0                                |
| 1985 | 2.4                               | -6.4  | 2.5   | 26.4                         | 12.0                          | 169.5                                |
| 1986 | 5.7                               | -6.6  | 2.1   | 17.4                         | 8.8                           | 186.4                                |
| 1987 | 5.7                               | -5.2  | 0.2   | 21.5                         | 7.9                           | 194.5                                |
| 1988 | 7.4                               | -3.9  | -0.1  | 12.7                         | 6.3                           | 207.3                                |
| 1989 | 10.0                              | -2.0  | -1.2  | 21.4                         | 5.3                           | 202.5                                |
| 1990 | 2.1                               | -3.9  | 0.7   | 27.3                         | 5.7                           | 210.1                                |
| 1991 | 6.0                               | -5.3  | -1.0  | 18.7                         | 5.5                           | 198.3                                |
| 1992 | 10.4                              | -2.9  | -0.5  | 12.7                         | 4.5                           | 182.9                                |

FUENTE: Banco Central de Chile, citado por Corbo y Fischer (1993), en el caso de la inflación (Cortázar y Marshall, 1980), y el tipo de cambio por Felipe Morandé 1993.

### 3.8. Evolución de la Legislación de Inversión Extranjera.

El capital externo, es un instrumento que ha estado presente en Chile desde hace mucho tiempo data desde su origen como nación independiente. Sin embargo fue hasta mediados de la década de los cincuenta cuando tuvo un reconocimiento en la Legislación Chilena.<sup>5</sup>

Se promulgó el primer Estatuto de Inversión Extranjera, a través del Decreto con Fuerza de Ley No. 437 en 1954. Este estatuto legal establecía un régimen de franquicias arancelarias y el acceso al mercado cambiario oficial para la repatriación de intereses, dividendos y el capital en el caso de la inversión extranjera destinada al sector industrial, minero, agrícola, forestal y de transporte.

<sup>5</sup>Turner, D. (1990) "Exposición ante el Seminario de Inversión Extranjera" Seminario. Oportunidades de invertir en Chile; Santiago de Chile. Comité de Inversiones Extranjeras.

En 1955, se dictó la denominada Ley del Nuevo Trato, la cual estipulaba diversas franquicias de tipo tributario para las inversiones extranjeras ligadas a la gran minería del cobre.

En 1960, se creó otro Estatuto, el Decreto de Fuerza de Ley No. 258, este estatuto amplió las actividades que podían realizar los inversionistas extranjeros.

Además este Decreto No. 258, que favorecía las actividades relacionadas a inversión extranjera. En 1960 se amplió y fue revocado a partir de 1967, año en el cual se puso en marcha el proceso de "chilenización" del cobre. Este efecto fue desfavorable para el capital externo, y se vio reflejado en el acuerdo de integración de Chile al Pacto Andino en 1970.

Fue dentro del primer año de gobierno militar cuando se comenzó el proceso de revalorización de la inversión extranjera. En 1974, se creó el Estatuto de Inversión Extranjera vigente actualmente, conocido como "Decreto Ley 600", y en 1985, se creó Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambio Internacionales del Banco Central. Estos dos instrumentos son los únicos que se pueden utilizar para encauzar la inversión extranjera del país.

Este último instrumento tuvo un impacto muy importante sobre la inversión extranjera que llegó al país desde mediados de los años ochenta. Ya que el monto de capital extranjero aumentó 5 veces en términos anuales entre el periodo 1982 a 1985 y 1986 a 1989, pues este instrumento (comprendido en el capítulo XIX) permitía la conversión de títulos de la deuda externa chilena en capital y/o deuda interna; y permitía a los extranjeros no residentes intercambiar tales títulos por moneda local, con el objeto de realizar una inversión en la economía nacional.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Banco Central de Chile. (1988). Estatuto de la Inversión Extranjera Ley 600, Santiago de Chile.

### **3.9. Leyes anteriores del actual Estatuto de la Inversión Extranjera.**

#### **3.9.1. El Decreto con Fuerza de Ley No. 437.**

Este decreto fue el primer Estatuto de Inversión Extranjera, fue promulgado en 1954, estipulaba la concesión de franquicias especiales de tipo arancelario<sup>7</sup> y de acceso al mercado cambiario oficial a aquellas personas naturales o jurídicas que transfirieran capitales para inversión al país, siempre y cuando se tratara de repatriaciones de intereses, dividendos o capital de empresas que desarrollaran actividades industriales, mineras, agrícolas, forestales o de transporte.

#### **3.9.2 Ley de Nuevo Trato.**

La denominada Ley de Nuevo Trato fue creada al año siguiente, en 1955. Esta Ley estipulaba diversas franquicias de tipo tributario, se aplicaban a las empresas nacionales o extranjeras de cualquier naturaleza que realizaran inversiones en el sector minero (cobre), así como a sus accionistas o acreedores. Esto más que nada se aplicaba a las inversiones extranjeras ligadas a la gran minería del cobre.

#### **3.9.3. El Decreto con Fuerza de Ley No. 258.**

Este segundo Estatuto, se dictó en 1960. El Decreto amplió la calificación de las actividades a las que podía acceder los inversionistas extranjeros, se agregó al sector

---

<sup>7</sup> Si la materia prima utilizada en la actividad desarrollada, tenía por lo menos un 80% de contenido nacional, el inversionista extranjero quedaba exento de todo tipo de derechos aduaneros y consulares para la internación de activos fijos e insumos relacionados.

pesquero y todo aquél que fuera calificado de interés para la economía nacional; otorgaba además, facultades discriminatorias al Presidente de la República para rechazar, aprobar, y en casos calificados, incluso ampliar las franquicias establecidas en él. Estas últimas eran similares a las del estatuto anterior.

#### **3.9.4. El Pacto Andino.**

Las disposiciones legales, que favorecían a la inversión extranjera, contempladas en los decretos anteriores, fueron revocadas a partir de 1967, año en el cual se puso en marcha el proceso de chilenización del cobre. Este enfoque desfavorable a la inversión foránea se reflejó definitivamente en el acuerdo de integración de Chile al Pacto Andino en 1970. Este Pacto en su sesión 24 establecía diversas reglas restrictivas para el capital extranjero, entre las que destacaban la aprobación a discreción de cada solicitud de inversión extranjera, la obligación de diluir la propiedad foránea en un plazo máximo de quince años, el acceso al crédito y la reserva de una serie de actividades sólo para agentes económicos nacionales y el establecimiento de límites a la reinversión y repatriación de utilidades.

#### **3.10. El actual estatuto de la Inversión Extranjera: Decreto Ley 600.**

Bajo el nuevo Gobierno Militar en 1973 y bajo otro contexto de una estrategia de desarrollo se dictó un Nuevo estatuto a la Inversión Extranjera, establecido en 1974 a

través del Decreto Ley 600,<sup>8</sup> modificado posteriormente por el Decreto Ley 1748 y la Ley 18474, es el que se encuentra actualmente vigente.

A diferencia de los estatutos anteriores, en cuanto a la orientación de la Inversión Extranjera el Decreto Ley 600 se fundamenta en tres principios básicos:

- a) La no discriminación o igualdad de trato a los inversionistas nacionales y extranjeros.
- b) El libre acceso a los diversos mercados y sectores económicos para los inversionistas foráneos.
- c) La prescindencia del Estado en relación con las actividades de los inversionistas extranjeros.

Al mismo tiempo este Decreto, amplía la definición de inversión extranjera y de los recursos constitutivos de capital aportado.

El Decreto Ley 600, define como Inversión Extranjera: “la transferencia de capitales a Chile, realizada por personas naturales o jurídicas extranjeras o chilenos con residencia o domicilio en otro país... a su vez el capital foráneo podrá estar constituido por moneda extranjera, bienes físicos en cualquier otra o estado y tecnología factible de ser capitalizada, créditos directos asociados y utilidades, créditos y deudas externas capitalizadas”.<sup>9</sup>

Mediante el Decreto Ley 600, se creó el Comité de Inversiones extranjeras (CIE),<sup>10</sup> único organismo autorizado en representación del estado para aceptar el ingreso de capitales desde el exterior. De esta forma, se sustituyó la anterior negociación caso a caso con la

---

<sup>8</sup> Banco Central de Chile (1988). Estatuto de Inversión extranjera. Decreto Ley 600, Santiago de Chile Artículo 2o. del Decreto Ley 600.

<sup>10</sup> CIE (Comité de Inversiones Extranjeras de Chile (1983-1989), Informes de inversión Extranjera. decreto ley 600, Santiago de Chile, Diversas ediciones.

autoridad por un sistema simplificado e impersonal en el cual las autorizaciones adoptan el carácter de contratos leyes con lo cual gozan de inmovilidad frente a eventuales cambios en la legislación vigente.<sup>11</sup>

Por otra parte, el actual Estatuto de la Inversión Extranjera establece una serie de plazos que rigen para la inversión: no más de ocho años en las inversiones mineras y de tres años en las restantes; en casos especiales el CIE, puede extender estos plazos hasta doce y ocho años, respectivamente. No se establecen plazos para la remesa al exterior de las utilidades líquidas de la inversión foránea ya que estas se pueden establecer en cualquier momento. Sin embargo, los capitales pueden remesarse antes de transcurridos tres años desde su ingreso.<sup>12</sup> En cualquier caso, el régimen aplicable a la remesa de capitales y utilidades líquidas no podrá ser más desfavorable que el que rija para la cobertura de las generalidad de las importaciones.

Con respecto al régimen tributario se da al inversionista extranjero la posibilidad de optar entre una tasa impositiva total de 49.5% invariable por diez años o el régimen normal con todas sus variaciones.<sup>13</sup> Si se elige la primera alternativa, existe la posibilidad de renunciar a ella por la segunda, pero perdiendo en forma definitiva la opción de invariabilidad. Asimismo se concede esta opción a los inversionistas, durante el período de realización de la inversión, respecto al régimen arancelario y al impuesto a los servicios.

A partir de fines de noviembre de 1985 se introdujeron mediante el Decreto Ley 18474 algunas disposiciones adicionales para inversiones extranjeras de un monto superior a 50

---

<sup>11</sup> Artículo 3o. Decreto Ley 600.

<sup>12</sup> Artículo 4o. Decreto Ley 600.

<sup>13</sup> La opción única de una tasa fija de 49.5% se modificó por la ley no. 18682 de 1987, estableciéndose como alternativa fijar la tasa impositiva base en 40%.

millones de dólares que modificaron así el Decreto Ley 600 (Artículo 11 bis del Decreto Ley 600 actualizado). En lo principal, estas modificaciones apuntan hacia un grado de invariabilidad de la normativa general para la inversión foránea. Así, de acuerdo con la duración del proyecto, la tasa impositiva puede fijarse hasta por veinte años. Diversas normas legales y resoluciones del Servicio de Impuestos Internos pueden tomarse invariables. Lo mismo aquéllas referentes al derecho a exportar libremente y a la concesión de regímenes especiales de retorno y liquidación de partes o el total del valor de tales exportaciones y de las indemnizaciones por concepto de seguros u otras causas.

En algunas modificaciones al Decreto Ley 600, se faculta a los inversionistas foránea para llevar su contabilidad en moneda extranjera previa resolución del Servicio de Impuestos Internos. Finalmente, la Ley 18474 autoriza la mantención de divisas generadas en los proyectos de exportación superiores a 50 millones de dólares en depósitos en custodia fuera de Chile con el fin de realizar pagos autorizados de intereses, dividendos, materias primas y bienes de capital propias del giro del negocio asociado a la inversión extranjera (Artículo 11 bis, punto 3, inciso segundo, Decreto Ley 600). Mediante esta disposición, se busca reducir para el inversionista extranjero el importante riesgo de inconvertibilidad de la moneda local lo que es fundamental para la modalidad de inversión basada en el financiamiento de proyectos.

Debe descartarse que, aún cuando la Ley 18474 se dictó con el objetivo de solucionar algunas deficiencias existentes en el Decreto Ley 600 respecto de las inversiones extranjeras en proyectos que contemplan la exportación de parte o el total de los bienes producidos, el Estatuto de la Inversión Extranjera se siguió denominando Decreto Ley 600. En relación con la base tributaria de las empresas, las nuevas disposiciones introducidas

contravienen. en parte, el principio original de la no discriminación entre inversionistas extranjeros y nacionales, al favorecer implícitamente a los extranjeros.

### **3.11. Otras leyes y acuerdos relacionados a la Inversión Extranjera.**

En el período de 1974 y 1989, han estado vigentes, además del Decreto Ley 600, varias Leyes, acuerdos y disposiciones complementarias o relacionadas con la normatividad sobre la inversión extranjera.

En 1976, rigió la Ley 16624 de 1967, denominada de la Gran Minería del Cobre, la cual fue antecedida por la ya mencionada Ley del Nuevo Trato de 1955. Las disposiciones de la Ley 16624 se aplicaban a las empresas nacionales o extranjeras de cualquier naturaleza que realizaran inversiones en el país en el sector minero del cobre así como a sus accionistas o acreedores. En general, esta ley establecía una serie de franquicias tributarias, tales como descuentos a la base impositiva, invariabilidad de exenciones especiales, liberalizaciones de impuestos fiscales y reducciones de las tasas de impuestos aplicables. Esta Ley fue derogada mediante el Decreto Ley 1349 de febrero de 1976, con lo cual todas las inversiones en esta área quedaron al amparo del Decreto Ley 600. Posteriormente se creó la Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO), organismo al que se traspasó toda la fiscalización del sector.

Otra normatividad legal relacionada con la inversión extranjera en este sector, que se debe mencionar, es la nueva Ley Orgánica Constitucional (Ley 18097) que regula la propiedad minera, vigente a partir de 1982. Esta Ley pone especial énfasis en la garantía del derecho de propiedad a los tenedores de una concesión minera. Dispone que el Estado chileno

mantiene la propiedad de las minas, pero crea un ente legal denominado Concesión Minera, al que traspasa gran parte de las garantías del derecho de propiedad minera. Determina que la concesión de exportación es establecida por los tribunales de justicia y tiene duración indefinida. En caso de producirse alguna expropiación por razones de utilidad pública o interés nacional, el concesionario tiene derecho de apelación ante los tribunales para exigir una compensación ajustada al valor del perjuicio patrimonial experimentado, según el valor presente del flujo neto de ingresos de la concesión.

Otra Ley importante que es necesario mencionar respecto a los flujos de capital extranjero, es la Ley de Cambios Internacionales, cuyo origen fue el DFL 1272 de 1961 y que se refundió posteriormente en el Decreto Ley 471 de 1977, actualmente vigente. Este ley permite y regula el ingreso al país de aportes en divisas.

El artículo 14 del Decreto Ley 471 autoriza la internación de aportes de capital en divisas extranjeras y su posterior liquidación en el mercado de corredores. Para hacer uso de esta disposición el interesado debe contar con un certificado de inscripción nominativo en el Banco Central de Chile. En este se señala el monto de las divisas liquidadas y se estipula el derecho del inversionista a remesas de capital, utilidades o intereses, según corresponda.

En mayo de 1985 el Banco Central de Chile dictó normas que regirían para el pago de deudas internas con bancos y la compra de activos de esas mismas instituciones, así como también la inversión en el país con derecho a remesar capital y beneficios, mediante el uso de pagarés y títulos de la deuda externa chilena (operaciones de conversión de la deuda).<sup>14</sup> Estas disposiciones están contenidas en los Capítulos XVIII y XIX, respectivamente, del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central. El Capítulo XIX

---

<sup>14</sup> Banco Central de Chile (1989) "Deuda externa de Chile 1988". Santiago de Chile, Noviembre.

permite a las mismas personas para las cuales rige el Decreto Ley 600, realizar inversiones en Chile, a través de la adquisición y uso de títulos de deuda externa. Establece también que puede otorgarse el acceso al mercado de divisas para remesar capital y utilidades que genere la respectiva inversión, cuando el Banco Central, en uso de las facultad conferida por el artículo 15 del Decreto Ley 471, apruebe la solicitud respectiva.

Por su parte el artículo 16 de la Ley de Cambios Internacionales, permite al Banco Central de Chile suscribir convenios de garantía sobre capitales extranjeros en divisas que ingresen como inversión foránea o préstamos externos y que puedan ser vendidas al tipo de cambio bancario garantizándose el mantenimiento de este régimen.

También a mediados de los años setenta se dictaron dos decretos leyes, relacionados a tratamientos especiales para dos sectores específicos. El decreto Ley 1089 de 1975 el cual estableció el régimen especial de los hidrocarburos y estipuló las responsabilidades y atribuciones de la Empresa Nacional del Petróleo en operación con contratistas para realizar actividades de exportación y explotación de hidrocarburos y materiales complementarios a ellos.

El otro Decreto fue creado en 1976 y se llamó decreto Ley 1557, este disponía el régimen especial para materiales atómicos y de interés nuclear facultó a la Comisión Chilena de Energía Nuclear para suscribir contratos de operación relacionados con la exportación, explotación y beneficio de materias atómicas. Al igual que en el primer Decreto, se requiere un informe favorable del Comité de Inversiones Extranjeras cualquiera que sea la nacionalidad del contratista o el origen de las inversiones.

Otro acuerdo que vale la pena resaltar respecto a la inversión extranjera es la firma de un convenio sobre incentivos a inversiones entre Chile y Estados Unidos en 1984, mediante el

cual, se logró que el organismo Overseas Private Investment Corporation (OPIC) reiniciara sus funciones, además la OPIC ofrecía, en el caso de las empresas pequeñas, la posibilidad de financiar los proyectos que iban a emprenderse.

En 1987, se dictó la Ley 18657,<sup>15</sup> relativa a los Fondos de Inversión de Capital Extranjero con el objetivo de crear condiciones atractivas para la inversión foránea en carteras (cuasi-accionarias). Esta ley rige para los fondos captados en el extranjero a fin de adquirir instrumentos de oferta pública y que sean administrados por sociedades anónimas chilenas. Estos fondos pueden acogerse a la Ley 18657, siempre y cuando se encuentren autorizados conforme al decreto Ley 600 ó a los artículos 14 o 15 de la Ley de Cambios Internacionales.

Las limitaciones de esta ley, se refieren, a los porcentajes máximos de fondos extranjeros que pueden adquirirse de un mismo emisor individualmente y como grupo. Además se estipulan los montos porcentuales del total de tales fondos que deben ser invertidos en acciones de sociedades anónimas, dependiendo del tiempo de operación del fondo (20% del activo en el primer año y 60% al cabo de tres años). A su vez, las remesas de utilidades de estos fondos están sujetas a un impuesto único de 10% y tienen una garantía de invariabilidad por todo el plazo de duración del respectivo fondo en el país.

Posteriormente en 1988, entró en funcionamiento la Agencia Multilateral de Garantía a la Inversión (MIGA), dependiente del Banco Mundial, al cual Chile se había adscrito en su etapa constitutiva.

---

<sup>15</sup> Banco Central de Chile 1988. "Fondo de Inversión de Capital extranjero" Ley 18657. Santiago de Chile.

### **3.12. Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.**

Este conjunto de reglas incluidas en este Compendio, se crearon en 1985, con el objeto de permitir y promover la conversión de títulos de la deuda externa chilena en capital y/o deuda interna. Mediante este mecanismo se permite a los extranjeros no residentes intercambiar títulos por moneda local con el objeto de realizar una inversión en la economía nacional. Es importante señalar que este mecanismo no se creó como instrumento para el financiamiento de la balanza de pagos, ni tampoco, para fomentar la inversión, se creó básicamente para reducir la deuda<sup>16</sup>. Sin embargo, este mecanismo tuvo un impacto muy importante sobre los flujos de inversión extranjera, que llegaron al país desde mediados de los años ochenta.

De acuerdo al Estatuto de la Inversión Extranjera, este mecanismo fue concebido sobre el principio de la no discriminación entre nacionales y extranjeros. De esta manera tanto nacionales como extranjeros, pueden comprar títulos de deuda externa en el mercado secundario y trasladarlos privadamente, con el objeto de invertir en el país los recursos en moneda nacional recibidos a cambio. Sin embargo, existen diferencias que consideradas en su conjunto, favorecen al inversionista extranjero del nacional.

En el caso específico de inversiones foráneas, se concede a estos recursos (divisas traducidas en pesos), el tratamiento de inversión extranjera. Este tipo de tratamiento significa que los pesos recibidos por esta vía sólo pueden ser asignados a inversiones previamente especificadas y autorizadas por el Banco Central y sus dividendos y capital

---

<sup>16</sup> Fontaine, J.A.(1988) "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile" Estudios Públicos No. 30, Centro de Estudios Públicos (CEP): Santiago de Chile.

sólo pueden ser remesados al exterior por el inversionista después de cuatro y diez años, respectivamente.

El procedimiento aplicado para la conversión de la deuda de acuerdo a lo establecido en el Capítulo XIX, es el siguiente:

La operación comienza cuando un extranjero no reside en Chile adquiere títulos de la deuda externa chilena por un monto inferior al valor nominal. Esta característica es el principal atractivo de este sistema, ya que dichos títulos se pagan en Chile a un valor bastante más cercano a su valor nominal, generándose una diferencia (o una especie de tipo de cambio preferencial) para el inversionista. En realidad, la rentabilidad para éste es función del precio de mercado de los efectos financieros en el exterior y del porcentaje de descuento que esté dispuesto a ofrecer el deudor chileno (público o privado) por pagar anticipadamente su deuda.

Si los títulos de deuda externa corresponden a entidades del sector privado son éstas las que con sus propios recursos efectúan el pago anticipado de la deuda del nuevo acreedor e inversionista extranjero.

Si el propio Banco Central es el deudor del pagaré externo éste procede a pagar los títulos no en moneda corriente nacional sino con pagarés de deuda interna denominados en pesos emitidos por el propio Banco Central con una madurez de 10 a 15 años dependiendo del mecanismo de indización que estipulen.

Es importante destacar que a diferencia de la normativa respecto a los residentes nacionales, el Capítulo XIX no estipula una licitación de cupos para acceder a los beneficios de la conversión, lo cual es una ventaja que favorece a los inversionistas extranjeros. Ellos obtienen una mayor parte del beneficio por el descuento del valor de los

títulos de deuda. Sin embargo, para los inversionistas foráneos existen restricciones de repatriación de utilidades y capital, pero esto no compensa, la ventaja favorable anterior.

En relación con el tamaño de la operaciones no existe una restricción explícita. Pero hay un tope que se debe respetar que es un monto mínimo equivalente a 500 mil dólares con el objeto de evitar eventuales especulaciones.

La autorización es otorgada por el Banco Central a aquellas personas naturales o jurídicas, con residencia y domicilio en el exterior, que hayan presentado la solicitud para efectuar operaciones al que se rige por el Capítulo XIX. Tiene como objetivo cuidar que efectivamente se trate de inversionistas extranjeros y que se compruebe la identificación y real existencia de los proyectos de inversión a los que se destinarían los fondos de comprometidos en las operaciones.

De esta forma, se asegura que este mecanismo de conversión de deuda no dé indirectamente lugar a egresos de divisas y a menores ingresos de las mismas, causados por una sustitución del capital de empresas transnacionales radicadas en Chile o el fomento de importaciones de bienes de capital sin financiamiento de largo plazo. Además, se busca evitar que los flujos de capital extranjero bajo este mecanismo sustituyan a aquellos que, de todas formas, se hubiesen producido a través del Decreto Ley 600.

Es importante señalar, que en septiembre de 1987, se introdujo una nueva modalidad de conversión de la deuda, la que está contenida en el anexo 2 del Capítulo XIX y que corresponde a la posibilidad de formación de fondos de inversión para que operen en el mercado de capitales chilenos. Es decir, la normativa anterior autoriza la creación de sociedades de inversión cuyo único objetivo sea realizar inversiones mediante la adquisición de instrumentos financieros.

### **3.13. El Decreto Ley 600 frente al Capítulo XIX.**

La normatividad de estas dos leyes respecto a la inversión extranjera, contienen algunas diferencias.

En primer lugar, existen diferencias con respecto a los plazos que deben cumplirse para que sea posible repatriar al exterior las utilidades y el capital. En el caso del Decreto Ley 600, las utilidades se pueden remesar desde el primer año y el capital, a partir del cuarto año de efectuada la inversión. En el caso del capítulo XIX, las remesas de utilidades solo pueden efectuarse a partir del quinto año, en ciertas proporciones y el capital sólo después del décimo año.

En segundo lugar, el Decreto Ley 600 establece en su artículo dos que la inversión extranjera puede realizarse mediante aportes de divisas, bienes físicos, tecnología, créditos asociados a la inversión foránea o la capitalización de créditos externos debidamente autorizados. Según esto, un inversionista no residente puede capitalizar un préstamo externo de una empresa chilena, teniendo acceso a las normas sobre remesas del Decreto Ley 600. Sin embargo, estos capitales no pueden ser invertidos en una empresa distinta a la titular de crédito lo cual contrasta con las disposiciones del Capítulo XIX.

Otra diferencia sería que los contratos que rigen las inversiones realizadas bajo el Decreto Ley 600 son diferentes a los relacionados con operaciones efectuadas bajo la normativa del Capítulo XIX. Por ejemplo, el Decreto Ley 600, permite al inversionista extranjero optar por una tasa impositiva fija e invariable, o someterse al régimen tributario general vigente en cada momento en el país. Y esta opción no es factible para los inversionistas que se

ampan a las disposiciones del capítulo XIX. Otra diferencia importante es que en el Decreto Ley 600 los acuerdos tienen el carácter de contratos o Leyes, ésto no ocurre con las autorizaciones correspondientes al Capítulo XIX, en que los contratos tienen una calidad jurídica distinta.

#### **3.14. La Normatividad legal de la Inversión Extranjera.**

Habiendo ya analizado las diferentes leyes de la inversión extranjera en Chile se observa que tiende a favorecer la afluencia de capital foráneo al país. A pesar de que la reglamentación esta regida por el principio de no discriminación respecto a la inversión de nacionales existe una serie de disposiciones que en la práctica tiene el efecto contrario.

Así, en relación con el Decreto Ley 600, gran parte de las franquicias garantizan la estabilidad de las condiciones a las que se somete a la inversión extranjera directa y de cartera. Otras disposiciones del decreto Ley 600 permiten la mantención de divisas en el extranjero a través de los depósitos en custodia. La seguridad que a través de ellas se ofrece al inversionista extranjero es de vital importancia para la inversión extranjera de cartera la que además es regida por la Ley 18657.

Se incluye en el artículo 16 de la Ley de Cambios Internacionales la autorización al Banco Central de Chile para suscribir contratos de garantía aplicables a los capitales extranjeros en divisas que ingresen como inversión foránea o préstamos externos.

Es importante señalar que los tres diferentes Estatutos de Inversión Extranjera que han existido en Chile tendieron siempre a ampliar las actividades en la cuales pueden invertir los extranjeros y en garantizar el acceso al mercado de divisas.

Como se dijo en el punto anterior, la normatividad establecida en el Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, otorga franquicias esencialmente diferentes a las del Decreto Ley 600, ya que sus objetivos son distintos. El mecanismo del capítulo XIX tiene por objetivo primero reducir el endeudamiento externo del país, facilitar la privatización de empresas del sector público, mejorando además los precios de venta de los activos fiscales. Así los incentivos los provoca los beneficios que el inversionista extranjero obtiene al poder contar con una especie de tipo de cambio preferencial; es decir, si un inversionista ve que su inversión le va a traer mas beneficios en un país con respecto de otro, él escogerá el que más rentabilidad obtenga.

El objetivo principal del inversionista extranjero es obtener la máxima rentabilidad sobre su inversión. Por eso, un factor fundamental para el incremento de capital extranjero a un país es la confianza de los inversionistas respecto a la mantención de políticas generales estables. Por ello, es necesario que los países, garanticen el marco legal y tributario aplicable para la inversión extranjera y estén dispuestos para asumir compromisos y a cumplirlos por el tiempo determinado, junto a la posibilidad de mantener divisas en cuentas fuera de su territorio, para servir a todo tipo de compromisos externos de un proyecto; éstas constituyen elementos vitales para la decisión de los inversionistas extranjeros para invertir en países en desarrollo. Las reglas claras, estables y que generan confianza son fundamentales para asegurar la continuidad de los flujos de capital extranjeros hacia el país.

Por otro lado, los procesos de liberalización y de desregulación de los mercados financieros en los países han contribuido a aumentar el interés de los inversionistas extranjeros por

**invertir en los mercados accionarios de los países en desarrollo ya que éstos les ofrece alta rentabilidad y en algunos casos poco riesgo.**

---

---

**CAPITULO IV**

**"ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS  
EXPERIENCIAS DE CHILE Y MEXICO,  
RESPECTO A INVERSIÓN EXTRANJERA DE  
CARTERA"**

#### **4.1. Panorama Regional.**

La reorientación de las economías hacia el mercado y la apertura al exterior que América Latina inició en los años setenta dieron pauta a una renovación de los sistemas financieros. A partir de los conceptos que hemos visto de liberalización financiera, se hizo hincapié en la necesidad de desarrollar deliberadamente la institucionalidad del sistema financiero para lograr entidades financieras solventes y eficaces. Existen 3 tipos de regulación para la entidades financieras y para los mercados de crédito y capital, que van desapareciendo al aplicar políticas de desregulación<sup>1</sup>. Estos tipos de restricciones son: las regulaciones financieras, las regulaciones organizacionales, las regulaciones prudenciales.

##### **4.1.1 Regulaciones financieras.**

La liberalización financiera forma parte de las reformas financieras encaminadas a establecer regímenes de política económica orientados al mercado y abiertos al exterior. Estas reformas financieras buscan contribuir a la estabilidad macroeconómica y hacer más eficiente la asignación de recursos a la producción y la formación de capital, a través de tasas reales positivas (pero moderadas) de interés y un tipo de cambio realista.

Con el objetivo de elevar la eficiencia del sistema financiero, la desregulación financiera persigue ampliar la gama de servicios financieros que ofrecen las instituciones financieras (ver cuadro 4.1), además de que amplía el campo de acción del mercado en la

---

<sup>1</sup> Günther Heid, Coordinador de la Unidad de Financiamiento de la CEPAL: Revista de la CEPAL, Diciembre de 1994

determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio, y también abre el campo de asignación y captación de fondos. Desde este punto de vista, la liberalización financiera constituye una política amplia de desregulación y esta encaminada a una economía de mercado. Por el contrario, el regulación financiera se caracteriza por intervenciones de la autoridad encaminadas a limitar la acción del mercado. Cuando estas intervenciones fijan tasas de interés y tipos de cambio demasiado bajos, imposiciones de encajes obligatorios y la asignación directa de créditos aplicados por parte del gobierno, ocasionan “represión financiera”.<sup>2</sup>

#### **4.1.2 Regulaciones organizacionales.**

Para hablar de una eficiencia operativa de las instituciones financieras, se debe incentivar la competencia a través de la reducción de barreras para ingresar a los mercados de crédito y capital, también se deben introducir al mercado, nuevos instrumentos financieros.

En este contexto, la desregulación organizacional permitió ampliar la gama de servicios financieros de las instituciones financieras, aprovechando las ventajas de la diversificación y la tendencia a la desespecificación que caracteriza la evolución de los mercados financieros. Por el contrario, si se seguía con una regulación institucional lo que ocasiona es que se restringe la gama de servicios que pueden prestar las instituciones financieras.

---

<sup>2</sup> Mackinnon, Ronald (1981) “ La represión financiera y el problema de liberalización en los países en desarrollo”. En “El desarrollo financiero de América Latina, Bernardo Paúl, Compilador. Instituto Internacional de Mercados de Capital. Caracas Venezuela.

#### **4.1.3. Regulación prudencial.**

Con la finalidad de promover la eficiencia de los mercados financieros, las normas prudenciales actúan de dos maneras: Primero buscan presentar la situación de solvencia de las instituciones financieras y las empresas emisoras de valores, exigiendo la entrega de información veraz, oportuna y suficiente acerca de sus riesgos de pérdida, resultados etc. Esto permite que los inversionistas financieros tomen decisiones con la mayor claridad posible, teniendo en cuenta la rentabilidad que se ofrecen en los mercados financieros. Segundo, persiguen mantener a niveles adecuados el capital o patrimonio de las instituciones financieras, disponiendo la medición de sus riesgos de pérdida expresado en reservas de fondos constituidos con las utilidades y la reposición de capital frente a pérdidas inesperadas.

“La desregulación prudencial se caracteriza por relajar los controles orientados a resguardar la solvencia de las instituciones financieras”<sup>3</sup> Esta desregulación puede conducir a un “descontrol”, es decir una marcada carencia de normas para informar y limitar los riesgos de pérdida que pueden asumir las instituciones financieras.

Por el contrario, si hay una regulación prudencial, se perfeccionan y fortalecen las normas orientadas a preservar la solvencia de las instituciones financieras, e incentiva a los inversionistas a desempeñar un papel activo en el control de los riesgos que pueden asumir las instituciones financieras y las empresas emisoras de valores, a fin de prevenir situaciones de pérdida de su capital.

---

<sup>3</sup>Günther Held (1994) Idem.

La regulación prudencial, es la verificación periódica de la correcta valoración de las carteras de activos (préstamos o inversiones financieras, según sea el caso).

**CUADRO 4.1.  
AMÉRICA LATINA: REGULACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS**

| Tipos de regulación | Principales objetivos  | Políticas de desregulación  | Políticas de reforzamiento de la regulación.   |
|---------------------|--|---|--|
| Financiera          | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Eficiencia en la asignación de recursos.</li> <li>-Estabilidad macroeconómica</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Liberalización financiera: se amplía el papel de los mercados financieros en la captación y asignación de fondos.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Se restringe el papel de los mercados financieros.</li> <li>-Las normas intervencionistas pueden ocasionar "Represión Financiera"</li> </ul>                         |
| Organizacional      | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Eficiencia operativa de las instituciones financieras</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Desregulación organizacional: se extiende la gama de servicios financieros que pueden ofrecer las instituciones financieras.</li> <li>-Desarrollo organizacional: se introducen nuevas instituciones e instrumentos financieros.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Disminuye la gama de servicios financieros que pueden ofrecer las instituciones financieras.</li> <li>-Se crean instituciones financieras especializadas.</li> </ul> |
| Prudencial          | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Solvencia de las instituciones financieras</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Desregulación prudencial: se aflojan las normas de control de la solvencia de las instituciones financieras.</li> <li>-La ausencia de normas prudenciales conduce al "descontrol" de la solvencia.</li> </ul>                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Se fortalecen las normas de control de la solvencia de las instituciones financieras.</li> </ul>   |

FUENTE: Günther Held. Revista de la CEPAL. Diciembre 1994.

#### **4.2. El retorno de capitales latinoamericanos.**

La desregulación del sistema financiero, que incluyó las adecuaciones legales y normativas y la estandarización operativa con los principales mercados, hizo posible que desde comienzos de la década de los años 90, América Latina y el Caribe mostraran importantes entradas netas de capitales externos, alcanzando un promedio anual de 48.000 millones de dólares<sup>4</sup>. En un principio, esta situación representó el retorno de la región a los mercados internacionales de capital, revirtiéndose la restricción de financiamiento externo que enfrentó durante el decenio de 1980, como consecuencia de la crisis internacional de la deuda externa.

Este retorno a los mercados internacionales de capital, mostró dos rasgos importantes que impiden que se hable de un proceso consolidado en toda la región. En primer lugar la fuerte concentración de los flujos de capitales externos en un grupo pequeño de países. En segundo lugar, la volatilidad de los capitales captados a través de mecanismos no tradicionales de financiamiento externo. Por ello, la crisis reciente de México a fines de 1994 constituye prueba de gran relevancia para la consolidación del proceso iniciado en 1990.

En los últimos años, la mayor parte de los países de la región se benefició del retorno de capitales externos. Los nuevos flujos se concentraron principalmente en Argentina, Brasil, Chile y México. Destacando la economía mexicana que representaba un 25% del Producto Interno Bruto regional, y captó casi el 50% de estos movimientos netos de capitales.

---

<sup>4</sup>CEPAL (1994a), América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial (LC/G.1800(SES:25/3), Santiago, Chile.

Por otro lado, estos mayores ingresos de capital en los años noventa se caracterizaron por una importante diversificación de los mecanismos y de las fuentes de financiamiento externo, contribuyendo a que los mercados internacionales de capital se desarrollaran.

Esto no sucedía en la década de los años setenta y comienzos de los ochenta, cuando la principal fuente de financiamiento externo era la banca comercial en la forma de créditos externos, en los años noventa éstos se sustituyeron por otras formas de financiamiento externo, en particular por la inversión extranjera, tanto directa como de cartera (bonos, acciones y otros valores), constituyéndose las bolsas de valores de las economías "emergentes" de la región en importantes instrumentos de este proceso. Esta diversificación de los mecanismos contribuyó a fortalecer el acceso de la región a los mercados internacionales de capital.

El retorno de capitales latinoamericanos, transferidos al exterior durante la pasada crisis de la deuda externa, fue una parte de los recursos provenientes del exterior que llegaron a la región.

En general, estos cambios de la composición de las corrientes de capital extranjero traerían una incidencia positiva en el financiamiento del desarrollo de la región, al favorecer (aparentemente) una mayor sustentabilidad de los flujos de capital, no obstante es importante decir que una proporción muy alta de los flujos de capital extranjero ingresaron a comienzos de los años noventa eran corrientes de corto plazo, por ello, el riesgo de inestabilidad potencial en la región aumentó considerablemente<sup>5</sup>. Sin embargo la crisis de

---

<sup>5</sup>CEPAL (1994a) Idem.

la deuda de los años ochenta demostró los peligros de un financiamiento sustentado en afluencias de capital con tasas de interés variable<sup>6</sup>.

De cualquier manera, se debe reconocer que el fuerte auge de las corrientes de capital durante el período 1991-1994 jugó un papel importante en la desaparición de restricciones externas prevalecientes a comienzos de la década, que provocaban bajos niveles de inversión y una recesión económica. Sin embargo esta es un punto de vista optimista, pero no debe ignorarse los efectos negativos de esta entrada de capitales.

#### **4.2.1 Causas del retorno de flujos de capitales hacia América Latina.**

Hacia fines de la década de los ochenta, la situación de muchos países de América Latina cambió, se modificó gracias a la aplicación de políticas de ajuste estructural impulsadas por las instituciones multilaterales. Estas junto con el establecimiento de nuevos esquemas de negociación de los pasivos externos y la liberalización financiera, contribuyeron a un nuevo acceso a los mercados internacionales de capital.

Existen varios factores tanto internos como externos, que explican el cambio de actitud de los inversionistas internacionales y de la afluencia de capital extranjero hacia la región entre 1990 y 1994.

Entre los factores externos figura la recesión económica que afectó a los países industrializados durante los últimos 4 años, en especial los Estados Unidos, lo que significó una fuerte caída de los rendimientos de los mercados financieros, que estuvo asociado a la

---

<sup>6</sup> Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1995). Reaportes de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas.

reducción de las tasas de ganancia de las empresas norteamericanas<sup>7</sup> y, particularmente, a las tasas de interés de corto plazo en dólares en los mercados de dichos países. Asimismo, la inversión extranjera de cartera se vio favorecida por la flexibilización registrada en las regulaciones de los mercados internacionales de capital, especialmente en el mercado japonés de bonos y en el acceso al mercado bursátil de los Estados Unidos.

Así fue, como la misma situación internacional hizo más atractivas las oportunidades de inversión en América Latina, región que ofrecía altos rendimientos por capitales captados a corto y mediano plazo.

Entre los factores internos, se deben tomar en cuenta las reformas económicas e institucionales. Las principales políticas definidas consistieron en la desregulación financiera y comercial de la actividad económica, la apertura hacia los mercados externos, la reforma del Estado que se inició en muchos países de Latinoamérica como en México y Chile a través de la ejecución de los programas de privatización de las empresas públicas así como la reformulación de sus funciones.

En este contexto, estas reformas crearon un ambiente propicio para el retorno y la entrada de capitales en América Latina. El proceso de Liberalización, especialmente en la cuenta de capitales, redujo los costos de transacción, los plazos y los riesgos del movimiento de capitales entre las economías de la región y los mercados internacionales<sup>8</sup>.

Otro de los factores internos que influyó en la reanudación de los flujos de capital, fueron acuerdos de integración y cooperación económica entre los países de la región, entre los que

---

<sup>7</sup> Calvo, G., L. Leiderman and C. Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factor", IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1, marzo

<sup>8</sup> CEPAL.(1994a)

destacan el Tratado de Libre Comercio de los países de América del Norte, que incluye México, el MERCOSUR e importantes reformas de los antiguos procesos subregionales (Grupo Andino, Mercado Común Centroamericano y CARICOM).

#### **4.3. Composición de los flujos de Inversión Extranjera.**

Las corrientes de capital extranjero hacia América Latina se canalizaron a través de tres mecanismos:

Inversión extranjera directa, inversión extranjera de cartera en acciones y diversas modalidades de endeudamiento de largo plazo. Estas incluyen los préstamos voluntarios de la banca comercial, la colocación de bonos en los mercados internacionales de capital, los créditos directos de proveedores y otros préstamos.

A partir de 1991, las corrientes privadas de capital extranjero hacia América Latina aumentaron fuertemente en los flujos totales de financiamiento externo, representando un 75.6% de éstos en 1991, 90.0% en 1992, 91.3% en 1993 y 91.1% en 1994.

Entre 1989 y 1993, las corrientes de capital extranjero aumentaron, pasando de 2,134 millones de dólares en 1989 a 57 987 millones en 1993. El ingreso promedio de capitales externos durante los últimos tres años fue superior a los 42 100 millones.

Las principales modalidades de ingreso de estos capitales en 1994 fueron los bonos, la inversión extranjera directa y las compras de acciones en las bolsas de valores de la región o en las bolsas internacionales, mediante las American Depositary Receipts (ADR's) y Global Depositary Receipts (GDR's): De los 56 565 millones de dólares netos ingresados

en 1994, unos 17 000 millones (casi un tercio) fueron emisión de bonos, pese a registrar esta última reducción importante en relación a 1993. Los ADR y GDR representaron cerca de 5 000 millones, mientras que la inversión extranjera directa representaba 15 000 millones. El resto consistió en compras de acciones de las bolsas nacionales de valores, en préstamos oficiales y en diversos tipos de capital a corto plazo.

La expansión de las corrientes privadas de capital extranjero hacia América Latina se sustentó en la inversión extranjera directa, que aumentó a una tasa promedio anual del 15% entre 1987 y 1994, alcanzando un flujo anual de los 19 000 millones de dólares para 1994.

La deuda de la región aumentó en 5.8% en 1994, ya que en 1993 registró un saldo de 507 373 alcanzando una cifra de 533 436 millones de dólares para 1994 (ver cuadro 4.3). El incremento neto de casi 30 000 millones correspondió a la emisión de bonos, junto con préstamos de instituciones financieras internacionales, regionales y de gobiernos de países industrializados<sup>9</sup>.

En estos años de expansión de capital externo (1991-1993) el papel de la inversión extranjera de cartera en acciones como por la captura de recursos a través de bonos fue muy importante. La inversión extranjera de cartera en acciones aumentó de 1 100 millones de dólares en 1990 a 25 150 millones en 1993, por su parte los recursos obtenidos por la emisión de bonos evolucionaron entre estos mismos años de 411 millones a 21 947 millones. Sin embargo, a diferencia de la inversión extranjera directa, los ingresos por inversión extranjera de cartera disminuyeron drásticamente en 1994.

---

<sup>9</sup> CEPAL. (1994a)

Finalmente, los países de América Latina y el Caribe para finales de 1994, registraron un saldo de la cuenta de Capital cercano a los 57 000 millones de dólares de capital extranjero los cuales permitían financiar el déficit de cuenta corriente. Las entradas de capital en 1994 fueron de 56 565 y el déficit en cuenta corriente fue de -49 725. (ver cuadro 4.2). Si bien este monto es inferior a los 65 088 millones que ingresaron en el año anterior, aún era posible compensar este superávit en la cuenta de capital con el déficit en cuenta corriente, todo esto a pesar de algunas dificultades que manifestaron algunos sistemas financieros de ciertos países y el alza de las tasas de interés en los Estados Unidos.

El déficit de la balanza de pagos en cuenta corriente de América Latina aumentó en 1994, aunque con mayor proporción al año pasado. El saldo se amplió de 19 000 millones de dólares en 1991 a 45 958 en 1993, este siguió creciendo registrando para 1994, una cifra cercana a los 50 000 millones de dólares . Esta situación hizo que se incrementara también el saldo negativo de utilidades e intereses de América Latina (ver cuadro 4.2). Tras una disminución en 1991 y 1992, dicho saldo negativo registró un aumento en 1993, pasando de 31 047 en 1992 a 35 555 en 1994. Las principales diferencias en relación con el año anterior fueron un aumento de 1 200 millones de dólares en el egreso neto por la redistribución de los factores en México de 900 millones en Brasil, de 600 millones en Argentina y de 200 millones en Colombia: En cambio, los países de Centroamérica y el Caribe redujeron sus saldos negativos.

CUADRO 4.2.

AMÉRICA LATINA: BALANZA DE PAGOS. 1992-1994  
(Miles de millones de dólares)

|   | Balance de servicios |              |              | Balance en cuenta corriente |              |              | Saldo de la cuenta de capital |              |              | Balance global |              |              |
|---|----------------------|--------------|--------------|-----------------------------|--------------|--------------|-------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
|   | 1992                 | 1993         | 1994         | 1992                        | 1993         | 1994         | 1992                          | 1993         | 1994         | 1992           | 1993         | 1994         |
| <b>América Latina y el Caribe</b>         | <b>-4,6</b>          | <b>-5,16</b> | <b>-4,57</b> | <b>-37,1</b>                | <b>-45,9</b> | <b>-49,7</b> | <b>61,6</b>                   | <b>65,0</b>  | <b>56,5</b>  | <b>24,5</b>    | <b>19,1</b>  | <b>6,8</b>   |
| <b>Países export. de petróleo</b>         | <b>-1,4</b>          | <b>-3,5</b>  | <b>.950</b>  | <b>-30,7</b>                | <b>-30,9</b> | <b>-31,2</b> | <b>33,1</b>                   | <b>37,9</b>  | <b>25,20</b> | <b>2,4</b>     | <b>7,0</b>   | <b>-5,8</b>  |
| Bolivia                                   | -151                 | -137         | -130         | -754                        | -686         | -510         | 780                           | 823          | 575          | 26             | 137          | 65           |
| Colombia                                  | -116                 | -63          | 170          | 840                         | 925          | -2,2         | -3,0                          | 167          | 2,2          | 3,0            | 1,0          | 55           |
| Ecuador                                   | -265                 | -295         | -560         | -110                        | -490         | -440         | 132                           | 962          | 800          | 22             | 472          | 360          |
| México                                    | <b>2,68</b>          | <b>3,73</b>  | <b>4,34</b>  | <b>-24,9</b>                | <b>-23,4</b> | <b>-28,5</b> | <b>26,6</b>                   | <b>29,53</b> | <b>19,50</b> | <b>1,74</b>    | <b>6,04</b>  | <b>-9,0</b>  |
| Perú                                      | -668                 | -656         | -660         | -2,14                       | -2,21        | -2,89        | 2,71                          | 2,66         | 5,97         | 568            | 445          | 3,08         |
| Venezuela                                 | 2,9                  | -2,93        | 2,21         | -3,74                       | -1,78        | 4,09         | 2,71                          | 1,80         | -4,50        | -1,03          | 15           | -415         |
| <b>Países no exportadores de petróleo</b> | <b>-3,18</b>         | <b>-4,8</b>  | <b>-5,52</b> | <b>-6,42</b>                | <b>-15,0</b> | <b>-18,4</b> | <b>28,5</b>                   | <b>27,09</b> | <b>31,14</b> | <b>22,08</b>   | <b>12,04</b> | <b>12,69</b> |
| Sudamérica                                | 5,22                 | -7,23        | -7,91        | -2,43                       | -11,6        | -15,4        | 24,2                          | 23,32        | 28,33        | 21,82          | 11,69        | 12,87        |
| Argentina                                 | -2,30                | -2,48        | -2,97        | -6,64                       | -7,47        | -10,5        | 11,2                          | 10,04        | 10,50        | 4,54           | 2,5          | 0            |
| Brasil                                    | -3,22                | -5,10        | -5,70        | 6,26                        | -6,37        | -3,06        | 8,80                          | 9,04         | 13,06        | 15,06          | 8,40         | 10,0         |
| Chile                                     | .98                  | .5           | .145         | -.94                        | -2,41        | -6,45        | 3,48                          | 2,83         | 3,14         | 2,54           | 4,22         | 2,50         |
| Paraguay                                  | .15                  | .75          | .145         | -.865                       | -.686        | -.740        | .519                          | .774         | 1,04         | -.346          | .88          | .300         |
| Uruguay                                   | .190                 | .278         | .475         | -.235                       | -.408        | -.520        | .238                          | .622         | .590         | .3             | .214         | .70          |
| <b>Centroamérica y el Caribe</b>          | <b>2,04</b>          | <b>2,41</b>  | <b>2,39</b>  | <b>-3,98</b>                | <b>-3,43</b> | <b>-2,98</b> | <b>4,25</b>                   | <b>3,77</b>  | <b>2,81</b>  | <b>2,66</b>    | <b>3,44</b>  | <b>-1,75</b> |

FUENTE: CEPAL (1995), sobre la base de informaciones proporcionadas por el Fondo Monetario Internacional

La mayoría del saldo de la cuenta corriente correspondió a Argentina, Brasil y México, contrarrestado parcialmente con el menor déficit de Chile y el cambio de signo en Venezuela. El incremento más notable fue el que registró México, de 23 500 millones de dólares en 1993 a 28 100 millones en 1994. Argentina y Brasil también tuvieron incrementos de 3 000 y 2 400 millones de dólares respectivamente. Por su parte Venezuela pudo pasar de un déficit de 1 800 a un superávit de 4 100 millones de dólares. Por su parte Chile registró reducción de su déficit en cuenta corriente, pasando de 2 400 millones en 1993 a 600 millones en 1994.

A pesar de estos problemas, en 1994 por cuarto año consecutivo, América Latina siguió recibiendo entradas de capitales registrando un monto cercano a 57 000 lo que representaba el 5% del Producto Interno Bruto. sin perder de vista que estaba presente la fuga de capitales, ya que en comparación con el año anterior 65 000 esto significaba una disminución de cerca de 8 000 millones de dólares, esto se explicaba por la caída de la emisión de bonos. Esta caída se registró también a nivel mundial, provocada principalmente por el alza de las tasas de interés norteamericanas. Por otra parte, los flujos de capital de inversión directa, los créditos de proveedores y los préstamos de organismos multilaterales, aumentaron durante 1994.

A pesar de esta caída a nivel mundial y a algunos problemas políticos y económicos de algunos países, los flujos de capital se sostenían razonablemente. En los países que registraban problemas, las caídas en las entradas de capital fueron evidentes. En consecuencia, una parte importante de la caída de flujos de capital durante 1994 estuvo concentrada en dos países: México y Venezuela.

**CUADRO 4.3.**

**AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL. 1988-1995<sup>^</sup>**  
(Millones de dólares)

| PAISES                            | 1988           | 1989           | 1990           | 1991           | 1992           | 1993           | 1994           | 1995           |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>América Latina y el Caribe</b> | <b>413 446</b> | <b>417 936</b> | <b>439 775</b> | <b>449 090</b> | <b>465 991</b> | <b>507 373</b> | <b>533 436</b> | <b>573 690</b> |
| <b>Países Sud-americanos</b>      | <b>278 511</b> | <b>285 523</b> | <b>299 511</b> | <b>296 904</b> | <b>314 340</b> | <b>342 056</b> | <b>359 409</b> | <b>383 295</b> |
| Argent.                           | 58 473         | 63 314         | 60 973         | 63 700         | 65 000         | 74 500         | 82 000         | 84 000         |
| Bolivia                           | 4 043          | 3 492          | 3 768          | 3 582          | 3 784          | 3 777          | 4 216          | 4 425          |
| Brasil                            | 113 469        | 115 096        | 123 439        | 123 811        | 135 949        | 145 660        | 148 295        | 169 000        |
| Chile                             | 18 960         | 17 520         | 18 576         | 17 319         | 18 964         | 19 665         | 21 888         | 20 900         |
| Colomb.                           | 17 960         | 17 604         | 17 848         | 17 312         | 16 862         | 18 867         | 21 813         | 23 200         |
| Ecuador                           | 10 581         | 11 322         | 11 856         | 12 271         | 12 212         | 13 630         | 14 589         | 13 910         |
| Guyana                            | 1 778          | 1 801          | 1 812          | 1 856          | 1 871          | 1 906          | 1 950          | 2 020          |
| Parag.                            | 2 002          | 2 027          | 1 695          | 1 666          | 1 279          | 1 254          | 1 272          | 1 335          |
| Perú                              | 16 493         | 18 536         | 19 996         | 20 787         | 21 409         | 23 998         | 25 460         | 26 555         |
| Uruguay                           | 3 166          | 3 245          | 2 933          | 2 437          | 2 426          | 2 395          | 2 741          | 2 750          |
| Venez.                            | 31 586         | 31 566         | 36 615         | 32 163         | 34 674         | 36 404         | 35 185         | 35 200         |
| <b>México</b>                     | <b>100 900</b> | <b>95 100</b>  | <b>101 900</b> | <b>114 900</b> | <b>114 900</b> | <b>127 600</b> | <b>135 500</b> | <b>152 700</b> |
| <b>Países centro-americanos</b>   | <b>34 055</b>  | <b>37 313</b>  | <b>38 364</b>  | <b>37 286</b>  | <b>37 651</b>  | <b>37 717</b>  | <b>38 527</b>  | <b>37 695</b>  |

FUENTE: CEPAL, Notas sobre la economía y el desarrollo. 1995

<sup>^</sup> Incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional

#### **4.4. El Caso Mexicano.**

La historia de México es muy diferente a la que se presentó hace ocho años cuando el sistema financiero aun no estaba desarrollado, fue a partir de 1988, cuando las autoridades financieras pusieron a disposición una serie de medidas, tendientes a liberalizar y modernizar al sistema financiero. Dichas medidas tuvieron dos objetivos: a) Primero crear disposiciones cuyo objetivo era desregular las operaciones del sistema financiero y b) reformar las leyes que rigen dentro del sistema financiero, con el fin de hacerlo mas atractivo en el exterior.<sup>10</sup> Este última medida, fue decisiva para atraer capital externo a México a partir de 1989.

Tres factores contribuyeron a incentivar la entrada de capital a México a partir de 1989:

- a) Las reducciones del riesgo asociado al país y del riesgo de los emisores internos de valores. Estos riesgos se lograron reducir, gracias a la renegociación de la deuda externa que culminó en 1989, a el saneamiento de las finanzas públicas, y a la reducción de la inflación.
- b) Las altas tasas de interés internas frente a un bajo riesgo cambiario y a bajas tasas de interés en los Estados Unidos y otros países industrializados. La desregulación de las tasas de interés internas y del crédito bancario (en medio de políticas de estabilización y ajuste) hicieron posible esta diferencia entre las tasas de interés nacionales y las internacionales.
- c) Una considerable subvaloración del patrimonio bursátil de las sociedades anónimas mexicanas frente a las perspectivas económicas derivadas de las reformas. Esta subvaloración alentó importantes entradas de capital extranjero hacia la bolsa.

---

<sup>10</sup>Ortiz Martínez, Guillermo. "La reforma financiera y la desincorporación bancaria". Fondo de Cultura Económica, 1994.

#### **4.4.1. Inversión Extranjera en México.**

La inversión extranjera ingresó a nuestro país bajo las regulaciones sustentadas en 1973 en la Ley para Promover la Inversión Mexicana y regular la Extranjera<sup>11</sup> hasta que en 1989 se publicó el Reglamento de la Ley para promover la Inversión Mexicana y regular la Extranjera, el día 16 de mayo de ese año, el cual concedía mayor campo de acción al capital externo, dando mayor claridad al inversionista extranjero respecto a como invertir en el país, en base a que contempla menores restricciones de participación y permitiendo la participación a un número mayor de actividades económicas. Esta Ley entró en vigor el día 27 de diciembre de 1993.

Con la Nueva Ley de Inversiones Extranjeras de 1993, se abrió la economía mexicana al exterior a través de un acceso más directo, claro y abierto a la participación del capital foráneo.<sup>12</sup>

Es importante señalar que antes de la aparición de la Ley Mexicana para Promover la Inversión Mexicana y regular la extranjera de 1973, no existía ninguna disposición legal que regulara la entrada de inversión foránea, ni tampoco existía la regulación de la salida de dividendos generados por esa inversión. Se podrá recordar que en la etapa Porfirista, cuando hubo muchas facilidades para la entrada de capital externo, esta inversión llegó al país con grandes montos, pero debido a la carencia de un sector empresarial mexicano que

---

<sup>11</sup> Ley para promover la Inversión Extranjera Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, publicada en el Diario Oficial de la Federación del día 9 de marzo de 1973

<sup>12</sup> Monjarás Moreno, Jorge. "La que llegó para quedarse", en: "Expansión", marzo de 1994, pp 79

efectuara inversiones y a que no existía ningún control sobre esta inversión, terminó por ser un aspecto contraproducente.

#### **4.4.2 La Ley de Inversión Extranjera de 1993.**

En el gobierno Salinista 1988-1994, una de las estrategia principales fue modernizar el aparato productivo nacional, para ello era necesario la entrada de capitales, para que se pudiera complementar con la inversión nacional, según se consignó en el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994.<sup>13</sup>

El día 27 de diciembre de 1993 apareció en el Diario Oficial de la Federación, la nueva Ley de Inversión Extranjera, la que sustituyó la Ley de 1973: La Nueva Ley, tal como lo expresa en su primer Capítulo del Artículo 1. "Es de orden público y de observancia general en toda la República, su objetivo es la determinación de reglas para canalizar la inversión extranjera hacia el país y propiciar que ésta contribuya al desarrollo nacional"<sup>14</sup>. Partiendo de este hecho, la política de promoción del capital extranjero se caracterizó desde entonces por su mecanismo y su flexibilidad para adaptarse mejor a los cambios suscitados en el entorno internacional y se sustentó, de conformidad con un documento elaborado por la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial en tres líneas básicas de acción <sup>15</sup>:

1.- La aplicación de una política económica congruente con el entorno económico internacional.

---

<sup>13</sup> Poder Ejecutivo Federal. Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994 pp. 87-88

<sup>14</sup> Ley de Inversión extranjera. SECOFI. Publicada en el Diario Oficial de la Federación, el 27 de diciembre de 1993. pp 3

<sup>15</sup> Secretaría de Comercio y Fomento Industrial. "Resultados de la Nueva Política de Inversión Extranjera en México 1989-1994." Octubre de 1994. pp 9-12.

2.- La adecuación del marco jurídico de la inversión extranjera a los objetivos de internacionalización de la economía mexicana.

3.- La promoción de mecanismos de asociación del capital foráneo con el nacional.

#### **4.4.3 Evolución reciente de la Inversión Extranjera en México**

Desde el surgimiento de México como nación independiente, el ingreso de inversión extranjera cambió de manera radical a partir de la Liberalización.

La tendencia histórica demostró que la participación tanto en emisión como en recepción de los flujos mundiales de capital se concentran en países desarrollados, ya que durante la posguerra las compañías transnacionales encontraron en los países latinoamericanos restricciones que limitaban el acceso de la inversión extranjera, tal como aconteció en nuestro país, derivado de un modelo de crecimiento económico que buscaba el desarrollo "hacia adentro", es decir, sustentando sobre bases internas, teniendo poco intercambio con el exterior.<sup>16</sup>

A partir de la Nueva Ley de 1993 y del proceso de Liberalización. Al revisar un poco el comportamiento de la Inversión Extranjera en México se observa que hacia el final del período de estabilidad económica en 1958-1969 conocido como "desarrollo estabilizador", se caracterizó por condiciones económicas favorables, con un elevado crecimiento económico, estabilidad de precios, y con un tipo de cambio sin modificaciones desde principios de los años sesenta con un tipo de cambio de 12.5 pesos por dólar. Para los

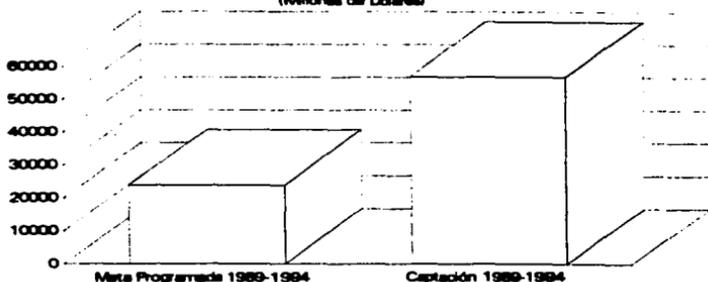
---

<sup>16</sup> Carrillo V. Jorge. "Enfoques sobre la inversión extranjera directa en México y el papel que debe desempeñar el Estado": En "Momento Económico" Núm 73 mayo-junio, 1994. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM pp. 17

siguientes años, los montos de inversión extranjera captados por el país se incrementaron ligeramente a partir de 1973, año en el que se reglamenta el ingreso de capital externo a través de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Extranjera. A partir de ese año, los montos de inversión extranjera destinados al país se incrementaron hasta 1982, año en que se presentó la crisis económica del peso que representaba para la economía mexicana el pago de la deuda externa. Es importante destacar que para 1989 (que es propiamente el primer año del periodo presidencial del Lic. Salinas) se publicó el Reglamento de la Ley para promover la Inversión Extranjera y Regular la Inversión Extranjera (16 de mayo de 1989), que coincide con una ligera disminución en la captación de inversión extranjera, debido a que los inversionistas cautos esperaban saber bajo que condiciones ingresaría el capital externo al país. Al año siguiente ya conocidas las condiciones del reglamento, aumentaron los flujos de capital externo, llegando a casi 5 mil millones de dólares. Es importante, recordar que una de las metas de la Administración Salinista era lograr captar 24 mil millones de dólares durante el sexenio, tomando en cuenta que el saldo histórico de inversión extranjera hasta ese año se ubicaba en apenas poco más de 24 mil millones de dólares. En otras palabras, la meta de ese sexenio fue atraer ahorro externo durante ese lapso, en un monto equivalente al que había recibido el país hasta el momento. Esta meta se cumplió, puesto que el monto captado de inversión extranjera nada más para el periodo de 1989-1994 fue de 57 000 millones de dólares siendo esto más del doble de la meta señalada (ver gráfica 1). Con esto, y también al cierre del mes de diciembre de 1994, el saldo histórico de inversión extranjera en nuestro país se ubicó en 77,878 millones de dólares.

### INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL SEXENIO 1989-1994

(Millones de Dólares)



Fuente: Dirección General de Inversión Extranjera, SECOFI.

#### 4.4.3.1 Inversión Extranjera de Cartera.

Con base a los lineamientos del reglamento de la Ley de Inversión Extranjera (mayo 1989), se consideraba la posibilidad de captar inversión extranjera de cartera (realizada a través de la compra de acciones y títulos de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores). Como se ha mencionado los instrumentos por medio de los cuales se pueden realizar este tipo de operaciones son:

- Los American Depositary Receipts (ADR's), que son certificados de depósitos que se colocan en el extranjero y que confieren derechos patrimoniales técnicamente a sus tenedores;
- Las series "B" o de libre suscripción exclusivas para extranjeros, depositadas en el Instituto Nacional de Valores (INDEVAL);
- El Fondo México, que es una sociedad

de inversión colocada en la Bolsa de Valores de Nueva York y que invierte en la Bolsa Mexicana de Valores; d) Los Fondos País, que son sociedades de inversión colocadas en las principales bolsas de valores del mundo que conforman su cartera de valores mexicanos, y e) El Fideicomiso NAFIN de inversión neutra, consiste en la emisión de acciones que no confieren derechos corporativos a sus tenedores.

Entre 1989 y 1992, la inversión extranjera en cartera se elevó de 417 a 18,000 millones de dólares, mientras que la inversión extranjera directa aumentó durante ese mismo periodo de 3 200 a 4 400 (ver cuadro 4.4)

El auge que tuvo la inversión extranjera de cartera obedece en gran parte, según datos de la evolución de la Bolsa Mexicana de Valores, a que se hizo muy atractiva (el índice de precios y cotizaciones, cercano a 50 puntos en 1987, alcanzó poco más de 1,260 puntos a principios de 1991).<sup>17</sup>

La característica fundamental de este tipo de recursos es que son especulativos y altamente volátiles, dado que persiguen los mayores rendimientos vía compra-venta de acciones y son fácilmente negociables. La ventaja que significan para el país es que se constituyen en financiamiento directo (es decir, se capitalizan, que es el fin que se persigue cuando se emiten acciones que se cotizan en la Bolsa de Valores) a las empresas mexicanas, que permiten dichos títulos, pero también significa que cuando los inversionistas extranjeros retiran su dinero, descapitalizan al país, ejerciendo una presión directa sobre las reservas internacionales, redundando en una fuga de capitales.

---

<sup>17</sup>Jeyman Timothy. "La Inversión extranjera y la Bolsa Mexicana de Valores". Inversión extranjera Directa 1991, México. Banamex, 1992. pp 43

Como consecuencia de la entrada de capital externo en mayores cantidades en el sexenio pasado, dio lugar a que México se ubicara en 1992 en la novena posición mundial como receptor de inversión extranjera al lograr captar el 2.5 del total. Dentro de los países en desarrollo, el porcentaje de la inversión total que reciben estos fue del 10% para México, ubicándose en la tercera posición dentro de ese grupo de países y para el caso de América Latina, México obtuvo el primer lugar. Esta estadística<sup>18</sup>, reflejó el esfuerzo realizado para promover al país como uno de los campos atractivos y viables para invertir, así como el resultado de la Liberalización y desregulación, aunque esto se vería revertido a partir de 1994.

Al respecto cabe mencionar que antes de 1994, la visión de los inversionistas extranjeros acerca de la situación económica de México era muy buena, con muchas expectativas y alta rentabilidad, por ello motivó a que capitales norteamericanos, japoneses, franceses, alemanes etc hayan invertido en México. Esto basado en una encuesta realizada entre potenciales inversionistas extranjeros que señalaron que "México pasó de ser país de alto riesgo a uno considerado como prioritario para la actividad exterior de los empresarios"<sup>19</sup>

#### **4.4.4. La Cuenta Corriente.**

Como se puede observar, las entradas de capital para financiar el déficit de la cuenta corriente fueron suficientes en el conjunto de la región, sin embargo para 1994 el panorama

---

<sup>18</sup> SECOFI: Dirección General de Inversión Extranjera. "Evolución de la Inversión Extranjera en México": Agosto de 1994. Varias páginas.

<sup>19</sup> Revista Expansión. "México, de la máxima actualidad". Marzo de 1992

cambió, ya que se redujeron considerablemente las entradas de capital. La mayor reducción de entradas de capital tuvo lugar en México, donde había inestabilidad política lo que provocó que los inversionistas redujeran sus colocaciones netas de 33 000 millones de dólares a un monto de 16 500.

Las autoridades mexicanas lograron equilibrar la importante entrada de capitales, con el déficit en cuenta corriente, que arrastraba el país durante los últimos años, en especial desde que la liberalización de la economía nacional quedó completamente abierta al exterior. En este sentido, se sabía que la apertura económica traía consigo una entrada masiva de productos externos, por ello se podía deducir que traería también un impacto en la balanza de pagos. Las importaciones, estaban compuestas por bienes intermedios y de capital, lo que aliviaba un poco la preocupación del creciente déficit en cuenta corriente, ya que aprovechando la composición de dichas importaciones podrían efectuarse cambios en la planta productiva nacional.

Es por ello que la entrada de inversión extranjera representó una ayuda para contrarrestar el impacto de la salida de divisas que se derivó de las importaciones que realizó el país.

En el cuadro 4.5. se presenta un resumen del comportamiento de la cuenta corriente dentro de la balanza de pagos de México, en el sexenio salinista. Resaltando el creciente déficit, explicado por el concepto de "Egreso" derivado de que las importaciones, sobre todo a partir de 1990 crecieron a un ritmo superior al crecimiento de las exportaciones, las cuales aunque representan crecimiento son de un ritmo menor a las importaciones.

#### **4.4.5. La Cuenta de Capital.**

Como se ha señalado, la cuenta de Capital financió durante algún tiempo el déficit registrado en la cuenta corriente. Habría que mencionar que no es tan grave operar con déficit comercial, lo grave es no poder compensarlo, y es lo que pasó en México, el déficit se volvió insostenible desembocado en una aguda crisis.

En el cuadro 4.4. se puede observar que la inversión extranjera estaba compuesta por montos históricos, sin embargo habría que tomar en cuenta que una parte cada vez más grande se canalizaba a la inversión extranjera de cartera, por su parte la inversión extranjera directa permaneció con un comportamiento más o menos estable.

México registró en 1994 una entrada neta de 16 500 millones de dólares, lo que representó una disminución del 50% con respecto la 1993, que se originó en la inestabilidad política interna, el alza de tasas de interés en Estados Unidos y la incertidumbre financiera. Por esta razón fue necesario que las reservas internacionales disminuyeran en 9 000 millones para cubrir la diferencia.

Esta dramática disminución se reflejó principalmente en una fuerte reducción de la inversión extranjera de cartera y en el rubro de otros capitales ya que la inversión extranjera directa siguió creciendo. La inversión extranjera de cartera disminuyó de 28 900 millones de dólares en 1993, a 8 200 para 1994. (ver cuadro 4.4.). Los flujos netos del mercado accionario se mantuvieron en 10 700 millones de dólares al igual que el año pasado. Sin embargo, los títulos en el mercado del dinero en moneda nacional -en su mayoría

Certificados de la Tesorería (CETES)- cayeron 7 000 millones de dólares en 1993 a 2 600 millones en 1994. Asimismo, los títulos del mercado del dinero en moneda extranjera disminuyó de 11 000 millones de dólares en 1993 a 6 000 millones de dólares a fines de 1994. En contraste la inversión extranjera directa se incrementó considerablemente de 4.400 millones en 1993 a 8 000 millones en 1994.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Comisión Nacional de Inversión Extranjera. Dirección General de Inversión Extranjera, SECOFI "Informe de Labores del Período 1988-1993"

**CUADRO 4.4.**  
**BALANZA DE PAGOS DE MÉXICO. 1988-1994**  
**CUENTA DE CAPITAL**  
**(Miles de Millones de Dólares)**

| CUENTA DE                       | 1988        | 1989       | 1990        | 1991        | 1992        | 1993        | 1994        |
|---------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CAPITAL</b>                  | <b>-1.2</b> | <b>3.2</b> | <b>8.2</b>  | <b>25.0</b> | <b>26.6</b> | <b>32.6</b> | <b>11.5</b> |
| <b>Pasivos</b>                  | <b>0.6</b>  | <b>4.3</b> | <b>16.9</b> | <b>26.0</b> | <b>21.0</b> | <b>36.2</b> | <b>17.0</b> |
| Endeudamiento                   | -3.3        | 0.808      | 10.9        | 8.4         | -1.4        | 2.9         | 0.9         |
| Sector Público                  | -1.6        | -0.7       | 6.6         | 0.1         | -3.5        | -2.2        | -0.4        |
| Banca de desa.                  | -1.1        | -0.3       | 4.8         | 1.7         | 1.2         | 0.2         | 1.3         |
| Sector público no financiero    | -0.6        | -0.4       | 1.8         | -1.6        | -4.7        | -2.4        | -1.7        |
| Banco de México                 | -0.1        | 1.7        | -0.4        | -0.2        | -0.5        | -1.2        | -1.2        |
| Banca comercial                 | 1.4         | 1.0        | 4.3         | 6.2         | 0.4         | 3.4         | 1.2         |
| Sector privado no financiero    | -2.9        | -1.2       | 0.4         | 2.4         | 2.1         | 2.8         | 1.2         |
| Inversión Extranjera Total      | 3.9         | 3.5        | 6.0         | 17.5        | 22.4        | 33.3        | 16.2        |
| Inversión extranjera Directa    | 2.9         | 3.2        | 2.6         | 4.8         | 4.4         | 4.4         | 8.0         |
| Inversión extranjera de Cartera | 1.0         | .4         | 3.4         | 12.8        | 18.0        | 28.9        | 8.2         |
| Activos                         | -1.8        | -1.2       | -8.7        | -1.0        | 5.6         | -3.6        | -5.5        |
| En Banco del exterior           | -0.1        | -0.2       | .08         | 0.9         | 2.2         | -1.3        | -3.5        |
| Créditos a no residentes        | -0.7        | -0.9       | -0.5        | *           | 0.1         | -0.3        | *           |
| Garantías de deuda externa      | 0.7         | -0.1       | -7.4        | -0.6        | 1.2         | -0.6        | -0.6        |
| Otros                           | -0.3        | *          | -1.6        | -1.3        | 2.1         | -1.5        | -1.3        |
| Errores y omisiones             | -3.2        | 3.0        | 2.5         | -2.2        | -1.0        | -3.1        | -1.6        |
| Ajustes de oro y plata          | -0.4        | -0.1       | 0.2         | -0.3        | *           | *           | *           |
| Variación de la Reserva bruta   | -7.1        | 0.3        | 3.4         | 7.8         | 1.2         | 6.1         | -18.9       |

\*Representa menos de 50 millones de dólares.

FUENTE: The Mexican Economy 1995. Banco de México

A pesar de la inestabilidad en los mercados financieros, las presiones en los mercados cambiarios y monetarios y una pérdida de alrededor de la tercera parte de las reservas internacionales, la economía sostuvo una moderada reactivación y continuó con su lucha contra la inflación, pero el déficit en cuenta corriente seguía creciendo (ver cuadro 4.5)

Los acontecimientos políticos que afectaron al país (entre ellos, el conflicto de Chiapas, el período electoral y los asesinatos de dos personalidades políticas), frenaron en gran medida la afluencia de capitales del exterior, principalmente la referente a inversión extranjera de cartera. Con el objetivo de afrontar estas circunstancias, se instrumentó una decidida política monetaria y cambiaria a fin de disminuir los impactos negativos sobre el flujo de recursos del exterior y sobre la estabilidad de los mercados financieros locales. La participación del Banco de México en operaciones de mercado abierto, el uso de una política cambiaria vigorosa y el apoyo contingente de las Tesorerías de los Estados Unidos y Canadá (mediante un esquema de swaps por varios miles de millones de dólares) hizo frente a la caída de las reservas internacionales. Otro elemento que amortiguó los efectos de inestabilidad fue la continuidad del pacto de estabilización, al ratificarse el compromiso de reducir la inflación y de mantener el equilibrio de las finanzas públicas, y sobre todo, perseguir con el esquema de flotación del tipo de cambio. Bajo este contexto, el índice de precios y cotizaciones del mercado bursátil mexicano registró oscilaciones a la baja, el tipo de cambio nominal de mercado se depreció 11%, el costo del crédito se expandió varios puntos, y el problema de carteras vencidas de la banca comercial se acrecentó.

CUADRO 4.5

**BALANZA DE PAGOS DE MEXICO. 1988-1994**  
**CUENTA CORRIENTE.**  
 (Miles de Millones de Dólares)

|                                    | 1988        | 1989        | 1990        | 1991         | 1992         | 1993         | 1994         |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CUENTA CORRIENTE</b>            | <b>-2.4</b> | <b>-5.8</b> | <b>-7.5</b> | <b>-14.6</b> | <b>-24.4</b> | <b>-23.4</b> | <b>-28.8</b> |
| <b>INGRESOS</b>                    | <b>42.1</b> | <b>48.1</b> | <b>56.1</b> | <b>58.1</b>  | <b>61.7</b>  | <b>67.8</b>  | <b>78.1</b>  |
| <b>Exportaciones de Mercancías</b> | <b>30.7</b> | <b>35.2</b> | <b>40.7</b> | <b>42.7</b>  | <b>46.2</b>  | <b>51.9</b>  | <b>60.9</b>  |
| Export. petroleras                 | 6.7         | 7.9         | 10.1        | 8.2          | 8.3          | 7.4          | 7.4          |
| Export. no petrol.                 | 24.0        | 27.3        | 30.6        | 34.5         | 37.9         | 44.5         | 53.4         |
| Agropecuarias                      | 1.7         | 1.8         | 2.2         | 2.4          | 2.1          | 2.5          | 2.7          |
| Extractivas                        | 0.7         | 0.6         | 0.6         | 0.5          | 0.4          | 0.3          | 0.4          |
| Manufacturas                       | 21.6        | 24.9        | 27.8        | 31.6         | 35.4         | 41.7         | 50.4         |
| <b>Servic. no factor.</b>          | <b>6.1</b>  | <b>7.2</b>  | <b>8.0</b>  | <b>8.8</b>   | <b>9.2</b>   | <b>9.4</b>   | <b>9.8</b>   |
| Turistas                           | 2.9         | 3.4         | 3.9         | 4.3          | 4.5          | 4.6          | 4.9          |
| Excursionistas                     | 1.1         | 1.4         | 1.6         | 1.6          | 1.6          | 1.6          | 1.5          |
| Otros                              | 2.0         | 2.4         | 2.5         | 2.8          | 3.1          | 3.3          | 3.4          |
| <b>Servicios factor.</b>           | <b>3.1</b>  | <b>3.2</b>  | <b>3.3</b>  | <b>3.6</b>   | <b>2.9</b>   | <b>2.8</b>   | <b>3.5</b>   |
| Intereses                          | 2.5         | 2.6         | 2.7         | 2.9          | 2.2          | 2.0          | 2.7          |
| Otros                              | 0.6         | 0.6         | 0.7         | 0.7          | 0.7          | 0.7          | 0.8          |
| <b>Transferencias</b>              | <b>2.3</b>  | <b>2.6</b>  | <b>4.0</b>  | <b>3.0</b>   | <b>3.4</b>   | <b>3.7</b>   | <b>4.0</b>   |
| <b>EGRESOS</b>                     | <b>44.5</b> | <b>53.9</b> | <b>63.5</b> | <b>72.7</b>  | <b>86.1</b>  | <b>91.2</b>  | <b>106.9</b> |
| <b>Importaciones de Mercancías</b> | <b>28.1</b> | <b>34.8</b> | <b>41.6</b> | <b>50.0</b>  | <b>62.1</b>  | <b>65.4</b>  | <b>79.3</b>  |
| Bienes de consumo                  | 1.9         | 3.5         | 5.1         | 5.8          | 7.7          | 7.8          | 9.5          |
| Bienes Intermedios                 | 22.1        | 26.5        | 29.7        | 35.5         | 42.8         | 46.5         | 56.5         |
| Bienes de capital                  | 4.0         | 4.8         | 6.8         | 8.6          | 11.6         | 11.1         | 13.3         |
| <b>Servic. no factor.</b>          | <b>6.1</b>  | <b>7.7</b>  | <b>9.9</b>  | <b>10.5</b>  | <b>11.5</b>  | <b>11.5</b>  | <b>11.9</b>  |
| Fletes y Seguros                   | 0.8         | 1.2         | 1.5         | 1.8          | 2.1          | 2.2          | 2.6          |
| Turistas                           | 1.3         | 1.7         | 2.2         | 2.1          | 2.5          | 2.4          | 2.5          |
| Excursionistas                     | 1.9         | 2.5         | 3.3         | 3.7          | 3.6          | 3.1          | 2.9          |
| Otros                              | 2.0         | 2.3         | 2.9         | 3.0          | 3.3          | 3.8          | 3.9          |
| <b>Servicios factor.</b>           | <b>10.3</b> | <b>11.5</b> | <b>12.0</b> | <b>12.2</b>  | <b>12.5</b>  | <b>14.2</b>  | <b>15.6</b>  |
| Financieros                        | 10.1        | 11.3        | 11.6        | 11.8         | 12.0         | 13.7         | 15.1         |
| Intereses                          | 8.6         | 9.3         | 9.2         | 9.2          | 9.6          | 10.9         | 12.0         |
| Otros                              | 1.5         | 2.0         | 2.4         | 2.6          | 2.4          | 2.8          | 3.1          |
| No financieros                     | 0.2         | 0.2         | 0.4         | 0.4          | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| <b>Transferencias</b>              | <b>*</b>    | <b>*</b>    | <b>*</b>    | <b>*</b>     | <b>*</b>     | <b>*</b>     | <b>*</b>     |

\*Con un equivalente a menos de 50 millones de dólares.

FUENTE: The Mexican Economy 1995. BANCO DE MEXICO

#### **4.4.6. Medidas llevadas a cabo.**

Ante esta situación poco satisfactoria para la economía mexicana, se procedió a prolongar el Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el empleo (PECE) firmado en octubre de 1993 y ratificado en marzo de 1994. En este contexto, el PECE se fijó como metas el : 5% de inflación para 1994, mantener un presupuesto fiscal equilibrado, moderar el alza de los salarios nominales, y persistir con la flotación del tipo de cambio del peso frente al dólar.

El 24 de septiembre de 1994 se renovó el pacto de concentración intersectorial con el nombre de el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento (PBEC), ratificado el 20 de noviembre vigente hasta el 31 de diciembre de 1995. Como metas para el PBEC estableció una inflación diciembre-diciembre de 4% , así mismo se acordó continuar con un deslizamiento de 4 diezmilésimas de nuevos pesos por día en la cotización máxima de compra del dólar, limitar el aumento de precios de electricidad y gasolina al 4% anual en 1995, ampliar en 25% la inversión pública en proyectos de infraestructura y construir un fondo de fomento a la inversión privada, reducir 0,2 puntos la tasa de Impuesto al Activo colocándola en 1.8%, e incrementar 4% el salario mínimo nominal a partir de enero de 1995.

El programa de emergencia económica implementado en México a raíz de la crisis financiera indujo a una recesión de la demanda interna, amortiguada por el dinamismo de las exportaciones, esto evitó una caída aun mayor del PIB que disminuyó 7% en 1995. A niveles sectoriales las consecuencias más graves estuvieron reflejadas en sectores y empresas cuyas actividades se orientaban principalmente al mercado interno, como son las

de la construcción, el comercio, los servicios y la gran mayoría de los pequeños establecimientos.

#### **4.5. El Caso Chileno.**

El sistema financiero chileno en la década de los sesenta, se consideraba altamente reprimido y por ello con un obstáculo para el desarrollo. La economía chilena presentaba grandes problemas como: lento crecimiento, alta inflación, vulnerabilidad externa y bajas tasas de ahorro e inversión. Para superar esta situación aparecía como política recomendable la liberalización.

Desde mediados de los años setenta, se aplicó a la economía chilena una nueva estrategia económica que suponía el rompimiento total con el pasado. En 1974, el gobierno decidió aplicar una reforma financiera, con el objetivo de abrir y liberalizar el sistema financiero. La reforma abarcó varios procesos: liberalización, privatización, integración a los mercados internacionales<sup>21</sup>. El proceso de liberalización estuvo orientado a crear condiciones para la libre operación, las condiciones que tenía Chile en esa época eran muy herméticas, por lo cual se debía abrir más el campo de operación, por ello, se liberaron las tasas de interés, se eliminaron varios controles cuantitativos y cualitativos, se redujeron las tasas de encaje hasta niveles normales, y así se hizo flexible la entrada de inversión extranjera al país.

---

<sup>21</sup> Marshall, Enrique y Jorge Marshall (1987), La medición de la eficiencia del sistema financiero", Documento Y-2, serie Investigación, Programa de Posgrado en Economía; Santiago de Chile, ILADES-Georgetown University.

#### **4.5.1. La Inversión Extranjera en Chile.**

Chile se ha caracterizado por haber incorporado en forma explícita la inversión extranjera en el esquema de desarrollo aplicado desde fines de 1973. La inversión extranjera fue visualizada como un complemento básico a la acumulación de capital, que históricamente ha sido insuficiente, lograda a través del ahorro interno. Este flujo complementario<sup>22</sup> de inversión extranjera es necesario para que se logre un ritmo de crecimiento satisfactorio.

En los primeros años de la década de los setenta, existían restricciones frente a la inversión extranjera. sin embargo a partir de 1974 este enfoque cambió, y se ofrecieron garantías a la inversión extranjera de esta forma se consiguió atraer importantes sumas vía inversión extranjera.

#### **4.5.2 Leyes reguladoras de la Inversión Extranjera en Chile.**

El primer Estatuto de la Inversión Extranjera fue creada en 1954, a través del Decreto con Fuerza de Ley No. 437. Un año después se dictaría la denominada Ley del Nuevo Trato, la cual estipulaba diversas franquicias de tipo tributario para las inversiones extranjeras. Para 1960 se dictó un segundo estatuto, el Decreto con Fuerza de Ley no. 258, este estatuto ampliaba las actividades en las cuales podía incursionar el capital extranjero. (ver capítulo 3, punto 3.9).

Actualmente existen tres vías legales para invertir en Chile:<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Complementario de la inversión en el sentido de que representa ahorro externo efectivo y no un sustituto del ahorro interno.

<sup>23</sup> Langton Clarke miembro de "Coopers & Lybrand International". Invertir en Chile. Edición 1994.

- a) Bajo el actual Estatuto de Inversión Extranjera: Decreto Ley 600.
- b) Capítulo XIV de la Ley de cambios Internacionales.
- c) Por capitalización de la Deuda Externa de Chile.

#### **4.5.2.1 Estatuto de Inversión Extranjera.**

El Estatuto de Inversión Extranjera, Decreto Ley 600, es un texto legal basado en el principio de no discriminación o igualdad de trato a los inversionistas nacionales y extranjeros, como textualmente esta señalado "Las personas naturales y jurídicas extranjeras y chilenas con residencia en el exterior, que transfieran capitales extranjeros a Chile...se regirán por las normas del presente Estatuto"<sup>24</sup>. Este garantiza a los inversionistas extranjeros el acceso al Mercado, para la repatriación de capitales y utilidades y les otorga franquicias especiales en cuanto a impuestos y derechos aduaneros.

De acuerdo a este Estatuto, las personas naturales, corporaciones o entidades extranjeras pueden ingresar al país en forma de moneda extranjera de libre convertibilidad, bienes físicos, tecnología susceptible de ser capitalizada, y créditos asociados con proyectos de inversiones extranjeras. La autorización de inversión extranjera correspondiente deberá constar en un contrato suscrito por el inversionista y el estado de Chile.<sup>25</sup> Dicha autorización debe ser otorgada por el Comité de Inversiones Extranjeras, la única entidad autorizada para admitir el ingreso de capitales del extranjero según este Decreto. El contrato

---

<sup>24</sup> Título I, Art. 1. Decreto Ley No. 600 Estatuto de la Inversión Extranjera. República de Chile, 1993. pp 3

<sup>25</sup> Estatuto de Inversión Extranjera. idem

fijará el plazo de internación del capital el que no puede exceder de 8 años en las inversiones mineras y de 3 en las restantes.

Dentro de este Estatuto, hay muchas clausulas que favorecen al inversionista, pero existe una quizá la más importante para que el país no sea descapitalizado contenida en el Título II, artículo 4, la cual se refiere a que los inversionistas extranjeros pueden transferir al exterior sus capitales y sus utilidades después de que haya transcurrido un año de la fecha de entrada. Con la excepción de que si el inversionista quisiera transferir su capital en cualquier momento, estará sujeto a el pago de impuestos chilenos respectivos y sin limitaciones de su monto.

#### **4.5.2.2. Capítulo XIV de la Ley de Cambios Internacionales.**

Estas normas se aplican a personas, corporaciones o entidades que ingresen capitales al país en forma de divisas a ser registradas en el Banco Central, entidad que emite un certificado de su registro.

Este procedimiento se aplica solamente a los capitales ingresados al país en forma de divisas extranjeras.

Los inversionistas registrados pueden transferir capitales y utilidades al extranjero según los términos y condiciones contenidos en la reglamentación específica del Banco Central vigente al momento de la conversión de divisas extranjeras en moneda nacional.

La remesa de capitales al extranjero solamente puede efectuarse después del transcurso de un año. No existe límite en cuanto al monto o cantidad en la transferencia de utilidades al extranjero.

Los préstamos extranjeros pueden ingresar a Chile, como parte de un proyecto de inversión acogido al Estatuto de Inversión Extranjera, con previo registro con el Banco Central. La Ley establece que los préstamos deben ser convertidos en moneda nacional, excepto los obtenidos para el pago de importaciones o servicios extranjeros.

#### **4.5.2.3. Capitalización de la Deuda Externa Chilena.**

Esta es la tercer manera de invertir en Chile. El Banco Central dictó normas que permiten a los inversionistas extranjeros incursionar a Chile por medio de la adquisición en el exterior de documentos de la Deuda Chilena (Capítulo XIX del Reglamento de Cambios Internacionales).

Estos instrumentos de deuda pueden ser adquiridos por el inversionista con un descuento e ingresados al país, a través del sistema bancario para su conversión en moneda local.

Los inversionistas interesados deben de presentar una solicitud al Banco Central. Si la solicitud es aprobada, el Banco Central garantiza el acceso al Mercado chileno bajo las siguientes condiciones:

a) El capital no puede ser sacado del país antes de 10 años contados desde la fecha de ingreso al país.

Las divisas necesarias para la remesa de capitales solo pueden ser adquiridas con el producto de la venta total o parcial de acciones o derechos, o de la enajenación o liquidación total o parcial de las empresas adquiridas o constituidas con la inversión.

b) Las utilidades obtenidas durante los primeros cuatro años pueden ser devueltas al exterior a partir del quinto año con un tope anual de 25% de las utilidades acumuladas.

#### **4.5.3 Desarrollo del mercado de capitales.**

A fines de 1980 Chile sustituyó el sistema de pensiones prevalecientes, por un régimen de capitalización con cotizaciones en cuantías individuales. Estas cotizaciones son obligatorias para los perceptores de sueldos y salarios, y son aportadas por los propios trabajadores mediante una deducción equivalente al 10% de sus ingresos. Estos fondos se convirtieron rápidamente en los principales inversionistas institucionales y en un factor determinante del rápido desarrollo que registró el mercado de capitales. Después de una década de funcionamiento, a fines de 1992 los fondos de pensiones acumularon recursos equivalentes al 34.5% del PIB. El rápido crecimiento de los fondos de pensiones fue un desafío para el mercado de capitales, ya que se requería la canalización de esos recursos ha usos rentables, a través de instrumentos financieros sujetos a una regulación prudencial. El desarrollo institucional se consideró decisivo respecto a los logros alcanzados por el sistema de pensiones.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Arrau, P. "Reforma al sistema de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1993, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, octubre 1993

Los fondos de pensiones están sujetos a normas de regulación y supervisión prudenciales, por tratarse de ahorros obligatorios de los propios trabajadores que a su vez serán su fuente de ingreso cuando tengan una edad considerable. Este tipo de ahorro obligatorio, a contribuido al crecimiento del ahorro nacional, aunque el efecto neto sobre el ahorro nacional es difícil de establecer, por haber sustitución o complementación de otras formas de ahorro.

#### **4.5.4. Evolución reciente de la Inversión Extranjera en Chile.**

Después de la depresión de 1982-1983, la economía chilena ha manifestado un crecimiento sostenido. Este crecimiento coincidió con el auge de las exportaciones no tradicionales, una recuperación de la inversión y una fuerte entrada de capitales privados desde el exterior. Las entradas de capital han sido importantes en la economía chilena desde finales de los setenta, puesto que en el período de 1978-1981 representaron entre 12 y 14% del PIB. Aunque había una acumulación de reservas importante, entre 50 y 100% de las entradas financiaron grandes déficit en cuenta corriente (ocasionados por la creciente sobrevaluación real del peso). La evolución reciente, muestra que las entradas de capital han sido más modestas, tanto en términos nominales como en porcentajes del PIB. (ver cuadro 4.5.). El único año en que las entradas fueron similares a las experimentadas entre 1978 y 1981 fue en 1990, cuando los ingresos de capital alcanzaron 11% del PIB. En contraste con lo acontecido en el período de 1978-1981, en los años recientes excluyendo 1993 la balanza comercial ha sido superavitaria, el déficit en cuenta corriente disminuyó en vez de

aumentar, y más de 70% de los ingresos netos de capital han incrementado las reservas internacionales.

La composición de las entradas de capital ha variado. En 1978-1981 los flujos de capital eran préstamos de mediano y largo plazos de la banca internacional a la banca chilena. En parte, esto se debió a la creciente liberalización de los límites impuestos al endeudamiento externo de los bancos con el fin de hacer préstamos en pesos, también se debió a la gran responsabilidad de eurocréditos a mediano plazo (a tasa de interés reajustables cada seis meses).

**CUADRO 4.6.**

**RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS DE CHILE, 1978-1994**  
(Millones de dólares)

| Año  | Balanza comercial | Cuenta corriente | Entradas netas de capital | Errores y omisiones | Acumulación de reservas | Entradas netas de capital       |                         |
|------|-------------------|------------------|---------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------------------|-------------------------|
|      |                   |                  |                           |                     |                         | En dólares de 1986 <sup>a</sup> | Como porcentaje del PIB |
| 1978 | -426              | -1 088           | 1 946                     | -146                | 712                     | 3 065                           | 12.6                    |
| 1979 | -355              | -1 189           | 2 247                     | -11                 | 1 047                   | 2 960                           | 10.8                    |
| 1980 | -764              | -1 971           | 3 165                     | 50                  | 1 244                   | 3 403                           | 11.5                    |
| 1981 | -2 677            | -4 733           | 4 698                     | 102                 | 67                      | 5 030                           | 14.2                    |
| 1982 | 62                | -2 304           | 1 215                     | -76                 | -1 165                  | 1 371                           | 4.8                     |
| 1983 | 986               | -1 117           | 508                       | 68                  | -541                    | 586                             | 2.6                     |
| 1984 | 363               | -2 111           | 1 940                     | 188                 | 17                      | 2 277                           | 10.1                    |
| 1985 | 884               | -1 413           | 1 384                     | -70                 | -99                     | 1 646                           | 8.6                     |
| 1986 | 1 092             | -1 191           | 741                       | 223                 | -228                    | 812                             | 4.4                     |
| 1987 | 1 229             | -808             | 945                       | -91                 | 45                      | 945                             | 4.9                     |
| 1988 | 2 219             | -167             | 1 009                     | -110                | 732                     | 947                             | 4.6                     |
| 1989 | 1 578             | -767             | 1 278                     | -74                 | 437                     | 1 123                           | 5.0                     |
| 1990 | 1 273             | -597             | 3 068                     | -103                | 2 368                   | 2 487                           | 11.0                    |
| 1991 | 1 575             | -143             | 814                       | 282                 | 1 238                   | 702                             | 3.0                     |
| 1992 | 749               | -583             | 2 897                     | 185                 | 2 498                   | 2 434                           | 7.6                     |
| 1993 | -982              | -2 098           | 2 771                     | -94                 | 578                     | 2 400                           | 6.1                     |
| 1994 | 660               | -753             | 4 517                     | -71                 | 3 194                   | 3 894                           | 8.6                     |

<sup>a</sup>: El deflacionador es el índice de precios de las importaciones (1986=100)

FUENTE: Informe del Banco de Chile 1995

En contraste, en la recuperación de las entradas de capital recientes, la inversión extranjera directa ha sido la más importante. Dicha inversión constituyó más de 80% de las entradas netas de capital extranjero entre 1987 y 1994. El otro componente significativo son las corrientes de privadas de corto plazo, que entre 1989 y 1994 constituyeron el 36% de las

entradas netas. Los préstamos privados de mediano y largo plazo (sobre todo de la banca internacional y de proveedores) comenzaron a retornar en 1991. En 1993-1994 dichos préstamos constituyeron 30% de las entradas netas de capital extranjero.

Fue en 1989 cuando se registró un aumento de la inversión extranjera de cartera. En 1989 y 1990 estos recursos provenían sobre todo de fondos mutuos extranjeros organizados para invertir en títulos chilenos. Desde 1992 predominan las colocaciones de acciones en los mercados internacionales por empresas chilenas por medio de los American Depositary Receipts (ADR's). En 1993-1994 estas entradas representaron 30% de las entradas totales de capital internacional en la economía chilena. Otro desarrollo en la economía chilena, es la exportación de capital, es decir las inversiones directas hechas en el exterior. En el período de 1992-1994 las corrientes en colocadas en el exterior fueron de 1 783 millones de dólares.

En resumen, desde 1987 Chile ha experimentado un aumento de las entradas de capitales privados internacionales en las que predominan la inversión extranjera directa, las corrientes de corto plazo que buscan ganancias por diferencias entre las tasas de interés y, en los años recientes, la inversión extranjera de cartera.

#### **4.5.4.1. Inversión Extranjera de Cartera.**

La Inversión Extranjera de Cartera, ha ingresado a Chile en los años recientes por medio de los llamados Chile-Funds y por la venta de acciones en los mercados bursátiles internacionales por medio de los mecanismos de los ADR's. Desde 1989 hasta mediados

de 1993 habían ingresado al país 516 millones de dólares por concepto de fondos de inversión y 2 501 millones en ADR's. Estos se concentraron en los de 1992 y 1993 por su magnitud y proyecciones a futuro, fundamentalmente por ellos los inversionistas extranjeros están tomando posiciones en empresas chilenas.<sup>27</sup> A comienzos de 1993 existían sólo tres empresas que habían emitido ADR, a fines de 1994 el número aumentó a diez y nueve.

Existen dos modalidades de ADR's. Una es la emisión de acciones en los mercados estadounidenses de valores, los cuales son rigurosamente regulados por el Banco Central y deben corresponder a aumentos del capital de la empresa que emiten los ADR's. El mínimo monto de la emisión es de 25 millones de dólares. La segunda modalidad es la llamada "emisión secundaria", en la que los extranjeros compran acciones de dichas empresas en el mercado secundario chileno para luego convertirlos en ADR's. Estos ADR's pueden cambiarse por los títulos originales y vendidos en la Bolsa de Valores chilena. Para estas operaciones, llamadas flowback, las autoridades chilenas se comprometen a otorgar a los titulares el acceso libre al mercado de divisas.

Hasta el momento, en que existe gran interés por los títulos chilenos en los mercados internacionales, las emisiones secundarias exceden a las operaciones de flowback. Las compras en el mercado secundario también han excedido a las emisiones primarias. A fines de 1993, cuando las entradas acumuladas de ADR eran de 1 150 millones de dólares, las emisiones secundarias eran de 650 millones. En 1994 las entradas netas totales por medio

---

<sup>27</sup> Agosin, Manuel R. y Andras Uthoff "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", R: Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones. 1995

de los ADR's fueron de 1 351 millones de dólares, de los cuales se calcula que la emisiones secundarias fueron de mil millones.

Las emisiones de ADR's son muestra de el acceso a Chile a los mercados internacionales de capital. Indudablemente indican la confianza que existe en Chile por los inversionistas internacionales. Sin embargo, la creciente compra de acciones en los mercados secundarios chilenos demuestra que existe una importante inversión extranjera especulativa. Por lo tanto esta inversión podría revertirse si los inversionistas extranjeros tienen mejores oportunidades en el exterior, o pierden la confianza en el país. Como lo demuestra la experiencia de México en diciembre de 1994, este cambio puede ocurrir súbitamente. Es interesante anotar que, aunque esto pasara en Chile, no sería la misma historia, porque dentro de la Legislación de Inversiones Extranjeras existen una serie de impuestos sin estipular montos a inversionistas que pretenden descapitalizar al país en un período corto. Generalizando, al observar estos dos casos, esta manera de internacionalización financiera también trae consigo importantes riesgos, en particular, el de una mayor inestabilidad cambiaria y macroeconómica.

#### **4.5.4.2 Corrientes de corto plazo.**

En Chile desde mediados de 1991 existen controles de capital o medidas que desincentivan las corrientes de corto plazo, los medios más importantes para ingresar capitales especulativos son la sobrefacturación de las exportaciones, la subfacturación de las

importaciones y los adelantos y rezagos en las liquidaciones de las operaciones de comercio exterior.<sup>28</sup>

La inversión a corto plazo está motivada fundamentalmente por el diferencial de tasas de interés, es decir ofrecer a los inversionistas mayor rentabilidad por su capital, que en su país de origen. Por esa razón es que este tipo de inversión no es tan deseable como la de largo plazo con fines productivos, ya que la primera produce grandes fluctuaciones en el tipo de cambio además de que desincentiva la inversión productiva. Las medidas cambiarias tomadas por Chile han sido efectivas ya que de alguna manera tratan de desincentivar la inversión de cartera para promover la inversión directa. De esta forma han logrado desincentivar el arbitraje de tasas de interés y así moderar la apreciación real del peso.

---

<sup>28</sup> Reisen, Helmut "Financial Opening and Capital Flows", París, OECD Development Centre. (1992)

**CUADRO 4.7**  
**ENTRADAS DE CAPITAL EN CHILE 1988-1994**  
**(Millones de Dólares)**

| Tipos                                       | 1988   | 1989   | 1990   | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Entradas netas                              | 1 099  | 1 278  | 3 068  | 814    | 2 897  | 2 771  | 4 517  |
| Entradas brutas                             | 2 628  | 3 651  | 4 239  | 1 820  | 4 012  | 4 233  | 5 919  |
| Inversión directa del exterior.             | 1 592  | 2 175  | 1 943  | 1 194  | 1 139  | 1 875  | 3 124  |
| Inversión directa al exterior.              | -16    | -10    | -8     | -98    | -426   | -431   | -926   |
| Inversión de Cartera del exterior.          | -      | 87     | 362    | 26     | 323    | 833    | 1 373  |
| Inversión de Cartera al exterior.           | -      | -      | -      | -      | -      | -90    | -351   |
| Créditos públicos.                          | 981    | 735    | 603    | -124   | 754    | 109    | 403    |
| Amortizaciones de deuda.                    | -1 619 | -2 373 | -1 171 | -1 006 | -1 115 | -1 462 | -1 402 |
| Créditos privados de mediano y largo plazo. | 191    | 219    | 281    | 433    | 616    | 962    | 1 225  |
| Créditos privados de corto plazo.           | -120   | 446    | 1 058  | 390    | 1 606  | 975    | 1 073  |

FUENTE: Informes del Banco Central de Chile (1995)

---

---

## **CONCLUSIONES**

## **CONCLUSIONES.**

¿Porqué México y Chile?. Las dos economías emprendieron programas de liberalización financiera a largo plazo a un ritmo relativamente acelerado, incluidas reformas al capital, al comercio y un proceso de privatización. Chile inició estas reformas en los setenta y México introdujo algunas a principios de los ochenta.

Las medidas macroeconómicas llevadas a cabo son bien conocidas: liberalización comercial, desregulación y privatización, mercados financieros más libres y la eliminación gradual de controles sobre la inversión extranjera. Previo a estas medidas emprendidas se tuvo que hacer un ajuste, eliminando el déficit presupuestal y teniendo políticas monetarias más estrictas.

Gracias a la liberalización y a una amplia reforma de políticas económicas, se facilitó el acceso de capitales extranjeros. En Chile esta afluencia se registró desde la década de los ochenta y en México a principios de los noventa.

La afluencia de capitales dentro de un país, garantiza una fuente de recursos externos que pueden utilizarse o bien para el desarrollo económico del país o, para financiar déficit y desequilibrios ocasionadas por problemas macroeconómicos. Si bien, la inversión

extranjera puede traer consigo beneficios, también puede traer altos costos, dependiendo muchas veces de las condiciones internas de cada país.

Para la atracción de inversión extranjera, es necesario la mantención de políticas estables. La experiencia indica que las políticas de mayor impacto sobre la inversión extranjera, son aquellas que inciden sobre la estabilidad macroeconómica y una estabilidad en el tratamiento mismo de la inversión extranjera. Sin embargo no basta con un buen clima para la inversión extranjera, habría que garantizar al inversionistas una seguridad y rentabilidad. En una economía cerrada, los beneficios de la inversión extranjera son menores que en uno de libre comercio, por ello es que la liberalización financiera incrementa en forma considerable el flujo de inversión extranjera dentro de las instituciones financieras de cada país, sin embargo también las expone a cuantiosos riesgos, ya que se encuentran en un ámbito más libre y globalizado en donde no pueden tomar sus propias decisiones porque muchas veces dependen de factores externos.

Las crisis financieras, avalan el argumento de que la mera desregulación de las tasas de interés, del crédito y de otras variables financieras sin una efectiva regulación prudencial, más que una política de liberalización financiera representa un descontrol financiero.

En la liberalización financiera se deben tomar medidas precautorias ante las entradas de capital, para que no representen desequilibrios macroeconómicos. Se debe tener mayor cuidado con las operaciones de corto plazo, ya que estas son altamente volátiles. No deben ser liberalizadas sino hasta que el sistema financiero esté seguro.

Chile se ha caracterizado por adoptar esta medida. Ha aplicado impuestos selectivos para limitar la afluencia de capital y hacer más lentas las entradas de cartera con el

mantenimiento de restricciones. El lado opuesto de la presencia de estas restricciones es que, puede surgir incertidumbre en el pensamiento de los inversionistas acerca de futuras normas y regulaciones, que reduzca su rentabilidad.

Otra medida puede ser, acrecentar la variabilidad en el tipo de cambio, con el fin de desalentar las entradas a corto plazo; al hacer variable el tipo de cambio aumenta el riesgo de esta clase de inversiones, ya que su remuneración se convierte en más arriesgada.

Se recomienda también contar con un monto considerable de reservas internacionales, esto con el fin de impedir una apreciación excesiva del peso, ya que estas reservas suministran protección en contra de una subsecuente reversión de los flujos de capital extranjero. Esta política permite a la autoridad tomarse algún tiempo para poder distinguir si las entradas de capitales son de carácter permanente o si son a corto plazo o transitorias.

Además del manejo prudente de estas medidas se requieren de una complementación con políticas en torno a la cuenta de capitales, que consideren los significativos impulsos desestabilizadores del gasto que puede generar una entrada masiva de capitales. La recomendación más exacta es adoptar un proceso de apertura gradual y selectiva de la cuenta de capitales. La apertura gradual se recomienda con el objeto de evitar desequilibrios externos así como posibilitar un cambio gradual de precios relativos que permitan que los diferentes sectores puedan ajustarse con el tiempo. La apertura selectiva es recomendable con el fin de restringir el ingreso de capitales de corto plazo. Esta apertura selectiva, lo que ocasionaría sería una disminución en el flujo de capitales extranjeros como resultado de los controles impuestos, lo que se recomienda es seleccionar la inversión extranjera de corto

plazo y la de largo plazo, para lograr desincentivar los flujos externos de corto plazo y atraer la inversión extranjera de largo plazo, que garantice desarrollo económico.

Por otro lado, mediante el encaje para los créditos externos se encarece el ingreso de capitales de corto plazo, y se tiende a igualar la tasa de interés que enfrentan todos los agentes económicos, lo que contribuye a frenar la especulación y la volatilidad de los llamados "capitales golondrinos".

Otra medida recomendable contra la liberalización, es incentivar el ahorro nacional, esto aplicado como remedio macroeconómico a las entradas excesivas de capital, ya que tiende a deprimir las tasas de interés del país. Los fondos de pensión, u otros planes de ahorro implementados en algunos países, han sido un camino que ha incentivado al ahorro nacional.

Para una economía abierta como la chilena, con abundantes proyectos rentables de inversión y grandes oportunidades de desarrollo, es muy importante utilizar los flujos de capital externos de tal manera que se puedan complementar con el ahorro nacional.

En una economía que ha sufrido crisis por estas entradas como la economía mexicana, es importante el desarrollo del mercado de capitales; este desarrollo se puede dar incentivado el ahorro nacional. La reforma al sistema de pensiones que se implantó en Chile en 1981 constituye un ejemplo sobresaliente del desarrollo financiero controlado y no de mera liberalización financiera. Esta reforma se caracteriza por ahorros obligatorios de los perceptores de sueldos y salarios. Esto explica en buena parte el desarrollo del mercado de capitales en Chile. Este mecanismo del sistema de pensiones es de gran utilidad para el diseño de políticas financieras en México, que en la actualidad se esta implementando, con

la finalidad de incentivar el ahorro interno. Aunque los resultados no se han manifestado aún, se cuenta con el antecedente de que en Chile este sistema de pensiones ha sido exitoso ya que ha contribuido con el desarrollo del mercado de capitales. De hecho, se esperan resultados similares en México. Esta medida constituye un enfoque alternativo a la liberalización financiera, es decir, se pretende perder un poco la dependencia de los movimientos que ocurren en el exterior, y contar con bases internas.

La desregulación de los mercados de capitales de los países desarrollados motivó a los inversionistas institucionales a invertir en los mercados accionarios de los países en desarrollo, por ofrecer altas tasas de rentabilidad. Para este tipo de flujos que tiene solo fines lucrativos, no de producción, es necesario que exista una normatividad firme que regule los flujos de capital hacia el país.

El tratamiento de inversión extranjera de cartera en Chile ha evolucionado en dirección de una creciente apertura. El mayor beneficio que continúa vigente es la existencia de controles a los movimientos de capitales internacionales. La gradual desaparición de estos controles en la medida que las condiciones externas del país lo permitan -junto a la estabilidad y continuidad de estas reglas- permite aprovechar todo el potencial de desarrollo que ofrece la inversión extranjera (de cartera y directa) a países con condiciones favorables como el caso de Chile.

Es evidente que Chile es el país latinoamericano con una tasa creciente en el stock de inversión extranjera. Este éxito en la captación de inversión extranjera directa y de cartera, ha tenido importantes efectos sobre la economía en general, estos crecientes flujos han permitido aliviar los pagos de la deuda externa, mejorar los índices de solvencia de las

empresas y del sistema financiero doméstico. Las políticas macroeconómicas que ha llevado a cabo Chile, han permitido una evolución favorable, orientada cada vez más hacia los capitales de largo plazo y a la inversión extranjera directa. Actualmente una gran parte de la deuda externa de Chile corresponde a deuda de mediano y largo plazo. Esto, junto con el nivel alcanzado por las reservas internacionales y el moderado déficit de la cuenta corriente permite que el país tenga una posición sólida en el sector externo.

La liberalización financiera tuvo resultados muy diferentes dentro de los dos países analizados y en general el alcance y la velocidad de las reformas financieras varía según las condiciones de cada país. Por ejemplo, la crisis de México en 1994, hizo evidente los problemas que los recién liberalizados sistemas financieros pueden tener al enfrentar súbitas salidas de capital. Aunque cada país tiene sus propias características y situaciones económicas, los sistemas recién liberalizados tienen algunas similitudes; como el incremento de las tasas reales de interés, la extensión del crédito bancario al sector privado, y la fragilidad del sistema bancario.

Los flujos de capital externo a México, en forma de inversión extranjera de cartera a partir de 1989, fueron un claro ejemplo del desarrollo institucional del sistema financiero. La reforma financiera fue muy amplia, las autoridades del sistema financiero introdujeron una gama de instrumentos para los inversionistas extranjeros, se facilitaron así la colocación de valores mexicanos en los mercados internacionales de capital. Sin embargo, el flujo de inversión extranjera, obedeció a sobreincentivos a las entradas de capital financiero (ligados principalmente a la garantía otorgada por el Estado, a los valores públicos, a las

reducidas tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos y al bajo riesgo cambiario interno).

Todos estos factores llevaron rápidamente a que la inversión extranjera de cartera creciera rápidamente. Este efecto ya se conocía con anterioridad por experiencia de algunos países. Por esta razón se pudo haber advertido sobre la conveniencia de establecer regulaciones financieras y prudenciales o tomar medidas encaminadas a limitar la entrada de inversión extranjera volátil de corto plazo o la llamada “especulativa”, con el fin de poder evitar los efectos macroeconómicos adversos sobre el tipo de cambio entre otros, y abrir más espacio a flujos financieros externos de mediano y largo plazo.

Resultó un error utilizar este tipo de capitales de corto plazo para financiar la cuenta corriente. Es recomendable que este déficit estructural de la cuenta corriente de la balanza de pagos no se limite a ser financiado con capitales de corto plazo que llegan rápidamente pero se van del mismo modo (“los capitales golondrinos”).

Contrariamente a lo que se hace en la actualidad, la reducción de este déficit debe pasar por una política industrial que garantice la modernización del aparato productivo, para así poder competir en el plano internacional. Es decir, el déficit se debe reducir a través del aumento de exportaciones y no por la vía reducción de importaciones que resulta de la recesión y de la devaluación real del peso.

La crisis mexicana pone en claro que la liberalización y la desregulación de la economía no ha sido capaz de generar niveles de ahorro nacional, divisas y financiamiento suficiente. De esta misma manera evidencia la dependencia de los movimientos externos.

La liberalización, la desregulación y la privatización no fueron capaces de mejorar a la economía, ya que por si solas no han generado niveles de crecimiento, ni se ha promovido la entrada de capital externo de largo plazo que garantiza mejor condición de estabilidad.

De tal forma, la liberalización del sector financiero y la apertura comercial se ha manifestado como una fuente de desequilibrios macroeconómicos que acrecentaron la vulnerabilidad de la economía y generando la crisis.

---

---

## **BIBLIOGRAFIA**

## BIBLIOGRAFIA

AGOSIN, Manuel R: y Andras Uthoff . Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, Santiago de Chile. 1995

ALVAREZ, C. Saéz. El Estado empresario en Chile. Antecedentes sobre la creación y papel de CORFO. Encuentro anual de economistas. Santiago de Chile. 1989.

ARELLANO, José Pablo. Políticas para promover el ahorro en América Latina. Tercera conferencia Internacional de mercado de capital. Caraballeda -la Guaira-Venezuela, 1 al 13 de Marzo 1985.

ALIDE. Liberalización Financiera. México, Nacional Financiera. 1994.

ASOCIACION LATINOAMERICANA DE INSTITUCIONES FINANCIERA DE DESARROLLO Liberalización financiera y banca de desarrollo, Ed. Nacional Financiera. 1991

BENDESKY, B., León. Liberalización financiera en Chile, Corea y España. Experiencias útiles para México. Ed. Imef, 1991

**BANCO DE MÉXICO. Exposición sobre la política monetaria para el lapso 1 de enero 1995 al 31 de dic 1995. México 1995.**

**BENNATHAN, Esra. Desregulation of shipping. De. The world bank 1989**

**BORDON, M. Alvaro. Una década de cambios económicos. La experiencia chilena. 1973-1983. Carrasco a. Alvaro Vidal g. Santiago de Chile: Ed. Andrés Bello, 1995.**

**CALVO, G. L. Leiderman and C. Reinhart "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factor", IMF Staff Papers, Vol 40, No. 1 marzo 1993**

**CALVA, José. Modelos de crecimiento económico, en tiempos de globalización. Ed. Universidad Autónoma de Puebla 1995**

**CEMLA. Testimonios sobre la actuación de la banca central. México 1993**

**CEPAL. La apertura financiera en Chile y el comportamiento de los bancos transnacionales. Santiago de Chile, 1990.**

**CEPAL. Inversión extranjera y empresa transnacionales en la economía de Chile. Santiago de Chile 1992.**

CEPAL. El papel del capital extranjero y la estrategia nacional del desarrollo. Santiago de Chile 1992

CEPAL. Los efectos de la crisis de 1982-1986 en las condiciones de vida de la población en México. Santiago de Chile, 1986.

CORREA, Eugenia, Los mercados financieros y la crisis en América Latina. México/UNAM. Instituto de Investigaciones Económicas 1992.

CORREA, Eugenia. Las condiciones de la Apertura Financiera en el TLC. Ponencia presentada en el taller de Investigaciones: Reestructuración financiera. Tendencias Internacionales y el caso de México, UNAM. 1994, P 4

CUELLAR, R. Ricardo. La crisis y la política de capital en México. Instituto de Investigaciones Económicas/UNAM 1988.

CUEVA, Marcos. De la Internalización del capital al nuevo Orden Económico Internacional. México/UNAM. Instituto de Investigaciones Económicas 1988.

DESCHAMPS, Gongora Jorge. Los economistas ante la crisis. México Ed. el Caballito.

DEVLIN, R., R. French-Davis y S: Griffith-Jones. Recapitulos de los flujos de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas. 1995

EDWARD. Sebastián. Monetarism and liberalization: the chilean experiment. Ed. Cambridge Mass. Ballinger Publishing Company. 1995

ENCISO, S. Crecescencio. Internacionalización del capital, crisis y deuda. 1993

GIRON, Alicia. Ortiz, Edgar, Correa, Eugenia. Integración Financiera y TLC. Ed., siglo XXI

GOMEZ, De Reyes. Maria Teresa. Experiencias de políticas de estabilización casos: Argentina, Chile, México y Uruguay. CEMLA. 1985.

HACHETTE, Dominique. Privatización en Chile. Ed. Centro internacional para el desarrollo económico 1992.

MACKINNON, R. La Represión Financiera y el problema de la Liberalización Financiera CEMLA 1973

MAERKER, Gunter. la Nueva Devaluación 1994-1995. México. Ed Gama 1995.

MENEZ, Un intento de medición de tamaño del sector público y la presencia empresarial del Estado en Chile. Conferencia Internacional sobre experiencias de la política económica. Viña del mar, Abril 1981.

MUÑOZ, O. Estado e industrialización en el ciclo de expansión del Salitre. Estudios CIEPLAN no. 6 Santiago de Chile, Corporación de investigaciones económicas para Latinoamérica 1977.

ORTIZ, Martínez Guillermo. La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Fondo de Cultura Económica. México 1994.

QUEPONS, A. El encaje legal y otras medidas de control utilizadas por el Banco Central. UNAM. México 1973.

RAMOS, Joseph. Estabilización y liberalización Económica en el cono sur. estudios e informes de la CEPAL . Santiago de Chile. 1984

RAMOS, Raúl Política monetaria óptima bajo tipo de cambio fijo. México. CEMLA: 1993.

REISEN; Helmut. Financial Opening and Capital Flows. Paris, OECD Development Centre. 1992

**SHAW, E: Financial deepening in economic development. Oxford. University Press: Nueva York, USA 1973.**

**SHEPHERD, Geoffrey. Reforma comercial. Lecciones de ocho países. CIDE 1993.**

**WISECARVER, Daniel. El modelo económico Chileno. Ed. Centro internacional para el desarrollo económico. Santiago de Chile, 1992.**

## **REFERENCIAS HEMEROGRAFICAS**

**ANALISIS ECONOMICO.** Universidad Nacional Autónoma Metropolitana. División de ciencias sociales y humanidades. Volumen X No. 21 1992.

**BANCO CENTRAL DE CHILE.** Estatuto de la Inversión Extranjera Ley 600. Santiago de Chile 1988.

**BANAMEX.** Departamento de Estudios Económicos. "Examen de la Situación Económica de México". La Inversión Extranjera y la Bolsa Mexicana de Valores. México, 1992

**BOLETIN DEL CEMLA** Yimaz, Akyuz. Liberalización Financiera Cuestiones esenciales.: Septiembre Octubre de 1993.

**CEPAL.** Revista de la CEPAL. Güther Held. Diciembre de 1994.

**CEPAL.** América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la incersión en la economía mundial (LC/G:1800,SES:25/3), Santiago de Chile 1994

CONJUNTO CEPAL/PNUD. Arrau, P: "Reformas al sistema de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1993". Proyecto regional. Santiago de Chile, Octubre de 1993

COOPERS & LYBRAND INTERNATIONAL. "Invertir en Chile" Lagton Clarke Edición 1994

DIARIO OFICIAL. Ley Reglamentaria del Servicio Público de la Banca de Crédito. Art. 11 al 15 . Febrero de 1985.

DIARIO OFICIAL. Ley para promover la Inversión Extranjera Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, 9 de marzo de 1973

DIARIO OFICIAL. La Inversión Extranjera . 27 de Diciembre de 1993

DOCUMENTO Y-2, Serie Investigación, Programa de Posgrado en Economía; "La medición de la eficiencia del sistema financiero" Marshall E: Y Jorge Marshall. Santiago de Chile, ILADES-GeorgetownUniversity, 1987

EL MERCADO DE VALORES, Los warrants en el mercado mexicano. El mercado de valores num 2. Nacional Financiera. enero 15, 1993

EXPANSIÓN. Monjarás Moreno, Jorge. "La que llegó para quedarse". Marzo de 1994

**EXPANSIÓN. "México de la máxima actualidad" Marzo de 1992**

**INFORMES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE. Varias Ediciones.**

**LA JORNADA Espinosa, María de Jesús. El sistema financiero, un año de cambio. 5 de octubre de 1992.**

**LEY ORGANICA DEL BANCO DE MEXICO. Artículo 35.**

**MONETARIA, Arellano Rogelio. Las reformas estructurales de Chile, México y Colombia. CEMLA julio-septiembre de 1993.**

**MONETARIA Gonzalez, M. Héctor. Desregulación financiera en México. CEMLA, abril-junio de 1993.**

**MOMENTO ECONOMICO. Carrillo V: Jorge. "Enfoques sobre la inversión extranjera directa en México y el papel que debe desempeñar el estado" mayo-junio 1994**

**PLAN NACIONAL DE DESARROLLO 1989-1994. Poder Ejecutivo Federal.**

**SECOFI. "Resultados de la Nueva Política de Inversión Extranjera en México 1989-1994" Octubre de 1994.**

**SECOFI. Dirección General de Inversión Extranjera. "Evolución de la Inversión Extranjera en México" Agosto 1994.**

**SECOFI. Comisión Nacional de Inversión Extranjera. Dirección General de Inversión Extranjera. "Informe de Labores del Período 1988-1993". 1993.**