



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE
MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**Crisis e Inestabilidad Financiera.
Aspectos Teóricos y el Caso de México 1980 – 1994.**

Tesis que para obtener el título de

LICENCIADO EN ECONOMÍA

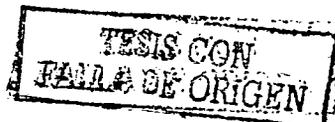
Compendio de un curso de 3 1/2
Presenta el alumno

JUAN PABLO GÓNGORA PÉREZ

ASESORA: DRA. ALICIA GIRÓN GONZALEZ.

MÉXICO, D. F.

OCTUBRE DE 2002





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.

PAGINACION DISCONTINUA

A MI PADRE

*“GRACIAS
VIEJO”*

*ERES EN MI MENTE
UNA CONTINUIDAD
DE RECUERDOS
QUE NO TERMINA...
TE EXTRAÑO MUCHO*

PRESENTACIÓN Y AGRADECIMIENTOS

La elaboración de una Tesis al final de la Licenciatura suele ser una tarea difícil y, desafortunadamente, en muchas ocasiones la gran mayoría de los alumnos consideran esta tarea como un mero trámite necesario para alcanzar la titulación, trámite que se considera como fastidioso, molesto e, incluso, infértil e innecesario.

En mi caso no fue así. Mi proyecto se empezó a gestar en mi mente prácticamente desde el tercer semestre de la carrera. Fue en este período en el que apareció ante mi por primera vez un concepto confuso y difícil de entender: **Las crisis financieras**.

De entrada el término me pareció sumamente atrayente y en mi mente se gestó la primera pregunta **¿Qué es una crisis financiera?**, la primera respuesta que encontré fue que en algún momento de la carrera, en alguna clase de alguna materia, un profesor o alguna lectura me despejaría la duda, sin embargo, de por sí la sola palabra “crisis” implica dentro del análisis económico toda una complejidad llena de matices e interpretaciones diferentes, pero al agregarle el adjetivo “**financieras**” al parecer la cuestión se complica un poco más, el resultado: a lo largo de mis estudios mi duda no fue aclarada, al contrario, creció aún más, me encontré con que no había un solo tipo de crisis financiera, había varios como son las **crisis cambiarias, bancarias, bursátiles**, etc. Y todo parecía indicar que una crisis financiera podía ser fácilmente identificada y ejemplificada más no del todo definible bajo ciertos términos teóricos y abstractos¹.

Avance en mis estudios y me concentre en estudiar aquella área de la economía que me pareció más interesante y que especialmente me gusta más: El sistema monetario y las finanzas. Y al final de mi carrera, en séptimo semestre, la elección de mi tema de tesis era sumamente obvio para mí, quería no sólo describir una crisis financiera como había leído que muchos autores hacían, mi intención era el de entenderlas en su totalidad (cosa que en realidad no creo haber logrado dado que de hecho el comprender en su totalidad a un fenómeno de la realidad económica actual suele ser una tarea titánica no sólo en este tema sino también en muchos de la economía y otras áreas de estudio, sociales y naturales) y dado que soy un amante de la teoría sentía la necesidad de abordar el tema desde ese punto y empezar desde los conceptos más básicos al respecto.

Por lo tanto, la tarea que me encomendé a mi mismo no era fácil y mucho menos era un simple trámite, mi proyecto nació de una curiosidad intelectual y, afortunadamente o por desgracia, no lo se, soy demasiado curioso y es por ello que la finalización de esta trabajo me tomó prácticamente dos años de intensa labor porque, como ya mencione, mi objetivo era el de comprender lo mejor posible el fenómeno de las crisis financieras y para ello tenía que armar toda una estructura teórica para lograr el objetivo deseado. Es por ello que en el primer capítulo decidí estudiar **cual era la conexión entre el sistema productivo de la economía y el sistema financiero** para que a partir de ahí comprender **qué es y como se manifiesta la inestabilidad y las crisis financieras** fuera más sencillo y desde ahí analizar alguna crisis financiera y poder comprenderla sin que surjan las dudas que aparecían en mi

¹ Aunque hay que tomar en cuenta que la complejidad de las crisis no permite hacer esto de manera total.

Presentación y Agradecimientos

mente cada vez que leía sobre una de ellas que se manifestaba en alguna parte del mundo y en cualquier época. Por ello, no podía dejar de lado el estudio de un caso y lo cual decidí tomar a México para realizarlo, no solo porque se tratara de mi país sino porque, por desgracia, los acontecimientos de la economía mexicana desde 1982 presentan una buena fuente de las diversas tipologías de crisis financieras y facilitaba el estudio histórico lineal.

A mi parecer, creo que logré mi objetivo de la comprensión del fenómeno de las crisis financieras pero esto significa que la tesis sea larga, tal vez demasiado larga, pero le encuentro por ello mismo una serie de ventajas, la primera que un estudiante que, como yo en aquellos entonces, no entienda el fenómeno y se encuentre en una etapa embrionaria de su carrera puede hacer el esfuerzo de leerla de principio a fin y espero que logre y encuentre la comprensión que yo busque. La segunda ventaja es que cada uno de los capítulos elaborados aunque se hicieron de forma en que uno sirva para la base de comprensión del posterior pueden ser tomados en forma individual (de hecho, como alguien me lo menciona, cada uno de ellos podría ser una tesis individual corta, pero mi objetivo era más grande) y el lector interesado que ya esté instruido en los temas de los capítulos puede sin ningún problema omitir el primero, o el segundo capítulo y comprender los posteriores. La tercera es que el trabajo es una buena fuente de información resumida sobre varios temas económicos y por ello no solo los capítulos pueden leerse por separado, también en cada sección se puede encontrar la respuesta a alguna duda externa al tema, por ejemplo, cual es la teoría del riesgo creciente de Kalecki, que fue el Sistema Bretton Woods o como ve la teoría ortodoxa al dinero y la tasa de interés, etc.

Ahora bien, es verdad que este trabajo lo hice para mi, para satisfacerme a mi y a mi curiosidad intelectual (porque así empiezan todos los trabajos de investigación a fin de cuentas, por el deseo de aprender algo que deseamos y no entendemos), pero al mismo tiempo, espero que sea de ayuda a cualquier estudiante que busque satisfacer su curiosidad propia y ampliar sus conocimientos sobre este fascinante tema de las crisis financieras.

Al mismo tiempo espero que mis aportaciones sirvan también para comprender la situación de la economía mexicana y ver hacia el futuro reconociendo los graves problemas de nuestro país (al menos en los aspectos financieros) y poder trabajar en superarlos y lograr el desarrollo y crecimiento económico que tanto necesita nuestra nación.

Por último, quiero hacer un pequeño agradecimiento a todas aquellas personas que por su apoyo y confianza hicieron posible la realización de este trabajo:

Primero, a mi Padre, Rafael Góngora Tapia, a quien le dedico especialmente este esfuerzo, y que desafortunadamente nunca llegó a verlo completo, gracias viejo por todo, la vida, los momentos, los sueños y por haber sido una verdadera inspiración en todo el sentido de la palabra, te extraño y todos los días pienso en ti, mi querido amigo.

A mi Madre, Olga Isabel Pérez Chalini, una mujer de lucha y entrega a la que cada día admiro más, Te Amo...sigamos fuertes juntos en el camino de la vida, siempre estaré contigo.

Presentación y Agradecimientos

A mis hermanos, Rafael e Isabel Cristina, mis amigos para toda la vida, no sólo por los lazos de sangre sino por verdadera convicción...los quiero mucho.

A mis abuelos, tíos y primos, gracias por los momentos de felicidad y compañía familiar que siempre hemos vivido alegremente.

A mis tías "Conchitas", Maru, Esperanza, Lucha y Genoveva por abrirme la ventana que permitió realizar mi carrera en la UNAM y por su apoyo durante mis años de estudio.

A mis mejores amigos: Sebastián, Susy, Héctor, Juan Carlos, Carlos Alberto y Jorge, siempre un apoyo leal, apreciado y muy, pero muy estimado.

A la familia Loaiza Bretón, muchas gracias por su apoyo y confianza, los quiero mucho.

A mis amigos y compañeros de la Facultad, que hicieron más llevadera una estancia lejos de mi hogar: Oscar, Ernesto, Salvador y Alejandro.

A la Dra. Alicia Girón González, gracias por participar en este proyecto personal y encaminarlo a un buen y satisfactorio final, así como el abrirme la oportunidad de colaborar con ella dentro del Instituto de Investigaciones Económicas, experiencia motivadora y satisfactoria que me ha servido para crecer como estudiante y me ha abierto nuevas curiosidades intelectuales que espero algún día poder desarrollar completamente.

A la Dra. Eugenia Correa por permitirme participar activamente como becario en sus actividades académicas y de investigación así como por aceptarme como alumno oyente del Seminario de Doctorado "Sistemas Financieros Contemporáneos, Tendencias y Perspectivas" del cual tomé muchas y valiosas ideas para la realización de esta Tesis y que clase con clase reafirmó mi gusto por la ciencia económica y los aspectos financieros y monetarios de la misma.

A mis compañeros del proyecto, Alfredo, Roberto, Martín, Aderak y Vero, ha sido un enorme gusto trabajar con ustedes.

Y, por último, dos agradecimientos muy especiales...

A Giovanna Paola...a veces Dios manda ángeles...tú eres el nuestro.

Y a Erika Nadia (mi *Gigita bonita*)...Espero, quiero y deseo que sigamos caminando juntos en la vida aprendiendo uno del otro...TE AMO...

**Crisis e Inestabilidad Financiera.
Aspectos Teóricos y el Caso de México 1980 – 1994.**

INDICE

Introducción: Incluye Justificación, Objetivos e Hipótesis.

**CAPÍTULO 1.- LA RELACIÓN ENTRE EL SECTOR REAL (PRODUCTIVO) Y
EL SECTOR FINANCIERO. ASPECTOS TEÓRICOS.**

1.1. Economía, Inversión y los enfoques del Sistema Financiero.

1.2. El dinero y su papel en la economía

1.2.1. El dinero: definición, características, y clasificaciones.

1.2.2. El dinero como instrumento y activo financiero.

1.2.3. Teorías sobre el dinero y la economía real.

1.2.3.1 Visión Ortodoxa.

La Teoría Cuantitativa del dinero.

A) El enfoque transacciones (Corriente Fisheriana).

C) El enfoque de saldo de caja (Corriente de Cambridge).

D) Visión moderna (Milton Friedman)

1.2.3.2 Visión Keynesiana.

Debate sobre la neutralidad del dinero.

La Preferencia por la Liquidez (demanda de dinero).

1.2.3.3 Visión Marxista.

Análisis de la mercancía.

La mercancía dinero.

El dinero como capital.

1.3. El estudio de la tasa de interés.

1.3.1. Definición de la tasa de interés.

1.3.2. Teorías sobre la determinación de la tasa de interés.

1.3.2.1 Visión Ortodoxa de la tasa de interés. (Teoría real de la tasa de interés)

Enfoque clásico de la tasa de interés

El modelo IS - LM

La teoría neocuantitativista de la tasa de interés (El enfoque de las expectativas racionales).

1.3.2.2 Visión Heterodoxa de la tasa de interés. (Teoría monetaria de la tasa de interés)

El enfoque Keynesiano.

Los modelos de endogeneidad de la oferta monetaria.

1.3.2.3 Visión Marxista de la tasa de interés.

El capital que devenga interés.

El tipo (tasa) de interés.

La tasa natural y media de interés.

1.3.3 La relación de la tasa de interés y los activos financieros.

Cuantificación de la tasa de interés

Concepto de Valor Presente.

Rendimiento al vencimiento.

Otros cálculos de la tasa de interés.

Distinción entre la tasa de interés y la tasa de retorno.

1.3.4 La relación de la tasa de interés y otras variables macroeconómicas claves.

1.3.4.1 La tasa de interés, la inversión, el ingreso y el nivel de empleo.

1.3.4.2 El nivel general de precios y la tasa de interés.

1.3.4.3 La oferta monetaria y la tasa de interés

1.3.4.4 La tasa de interés, la balanza de pagos y el tipo de cambio.

La balanza de pagos (ahorro externo).

EL tipo de cambio y la tasa de interés.

CONCLUSIONES.

CAPÍTULO 2.- LA INESTABILIDAD Y CRISIS FINANCIERAS.

2.1. La inestabilidad económica.

2.1.1 Estabilidad Vs. Inestabilidad: un viejo debate en la teoría económica.

2.1.1.1. La estabilidad económica ortodoxa.

2.1.1.2. La inestabilidad en la economía ortodoxa.

2.1.1.3. La inestabilidad en el análisis marxista.

2.1.2 La inestabilidad financiera.

2.1.2.1. El círculo vicioso vía la tasa de rotación en el planteamiento de Joseph Steindel.

2.1.2.2. Kalecki y Riesgo Creciente.

2.1.2.3. El teorema del mundo revolvente de Paul Davidson.

2.1.2.4. La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de H. P. Minsky.

2.1.2.5. La HIF en el mercado de capitales. El planteamiento de Toporowski.

2.2 El Estudio de las Crisis Financieras.

2.2.1 El papel del crédito en los ciclos económicos. Algunas interpretaciones teóricas.

2.2.2 Las crisis financieras desde la perspectiva de varios autores.

2.2.2.1 Karl Marx

2.2.2.2 Thorstein Veblen

2.2.2.3 Irving Fisher

2.2.2.4 H. P. Minsky

2.2.2.5 Charles P. Kindleberger: Las Manías, los Pánicos y los Cracks

2.2.2.6 Milton Friedman

2.2.3 Tipos de crisis financieras

2.2.3.1 Crisis bancarias

2.2.3.2 Crisis bursátiles

2.2.3.3 Las crisis financieras internacionales.

2.2.3.3.1 La fragilidad financiera internacional y los problemas de deuda externa.

2.2.3.3.2 Las Crisis de-balanza de pagos o Crisis cambiarias.

2.2.3.3.3 Crisis de contagio bursátil.

2.2.4 Crisis financieras sistémicas

CONCLUSIONES

CAPÍTULO 3.- MÉXICO. ENTRE EL CAMBIO ESTRUCTURAL Y LAS CRISIS FINANCIERAS RECURRENTES. 1980 - 1994.

3.1 Antecedentes. El sistema financiero internacional de Bretton Woods y su ruptura.

3.2 La Crisis de la deuda 1982.

3.2.1 *El contexto general.*

3.2.2 *El contexto mexicano.*

3.2.2.1 El fuerte endeudamiento externo.

3.2.2.2 Las condiciones del comercio exterior.

3.2.2.3 La inminente crisis.

3.3 La perpetuidad de la deuda externa, programas de estabilidad y el cambio estructural en México 1982-1987.

3.3.1 *¿Qué son los programas de estabilización y ajuste estructural?*

3.3.2 *El ancla eterna y la reestructuración de la deuda externa y su perpetuidad.*

3.3.3 *México en la era de la deuda del excedente: La estabilización, el cambio estructural y las reestructuraciones*

3.4 La Crisis de 1987.

3.4.1 EL nuevo colapso petrolero de 1985, el Plan de Aliento y Crecimiento (PAC) y el Programa de Sustitución de Deuda Pública Externa por Inversión.

3.4.2 El boom y el crack.

3.4.2.1 El contexto general.

3.4.2.2 La situación en México.

3.5 La Crisis de 1994.

3.5.1 La continuidad del cambio estructural y los programas de estabilidad heterodoxos.

3.5.1.1 La aceleración de las privatizaciones.

3.5.1.2 La intensificación de la apertura comercial.

3.5.1.3 La inversión extranjera y la cuenta de capitales.

3.5.1.4 La nueva búsqueda de la estabilidad: Las políticas heterodoxas.

3.5.1.5 La nueva renegociación: El Plan Brady (La transformación de la deuda de 1982).

3.5.1.6 La reforma financiera en México.

3.5.2 El crecimiento económico desequilibrado

3.5.3 Las consecuencias: La crisis sistémica.

3.5.3.1 La crisis cambiaria.

3.5.3.2 La crisis bancaria.

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES GENERALES Y RECOMENDACIONES

ANEXOS

Anexo I. Crisis económicas y financieras en el capitalismo del siglo xviii al xx. (1720-1987).

Anexo II. Principales crisis bancarias más recientes. 1975-1995.

Anexo III. Los resultados del programa inmediato de reordenación económica (el PIRE).

Anexo IV. Las fases de la apertura comercial en México.

Anexo V. Privatizaciones en México 1988-1994.

Índice.

Anexo VI. Liberalización del sistema financiero en México.

Anexo VII. Aspectos conceptuales y operativos de la regulación y supervisión prudenciales.

Anexo VIII. La autonomía del Banco Central.

Anexo IX. Intervención esterilizada en el mercado cambiario.

Anexo X. El crecimiento económico antes y post Bretton Woods en México y en el mundo.

ANEXO ESTADÍSTICO

INTRODUCCIÓN

1. - TÍTULO DE LA INVESTIGACIÓN:

“Crisis e Inestabilidad Financiera. Aspectos Teóricos y el Caso de México 1980 – 1994.”

2. - PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA:

La década de los setenta marco un punto de inflexión en la economía en el ámbito mundial. El período de crecimiento de posguerra llegó a su fin dando paso a la crisis capitalista más grande de la historia. A partir de la aparición de la recesión en la economía mundial se ha dado todo un proceso de reorganización económica con el fin de que el capital logre nuevamente tener un período de expansión y así, mediante la recomposición de los sistemas productivos, el capital logre acrecentar su valorización. A partir de esta reestructuración, la economía ha observado rasgos específicos muy interesantes dignos de estudiarse. Algunos de ellos son la llamada globalización, la formación de bloques económicos, la reducción de la participación estatal en la economía, el crecimiento de las empresas transnacionales y los flujos de capital internacionales, entre otros.

Una característica a destacar es que en estas últimas décadas el deterioro del sector productivo ha traído consigo una baja en su tasa de ganancia por lo que hay un desplazamiento de las inversiones hacia el sector financiero. La crisis estructural capitalista, que es una crisis productiva, genera que el sector financiero tenga una mayor rentabilidad que las actividades productivas. Se ha podido observar como una tendencia en el ámbito internacional que el financiamiento se ha desviado de su uso para fines productivos (sector real) y se ha desplazado hacia la actividad financiera y especulativa, las cuales han sido favorecidas con la creciente volatilidad de las tasas de interés y los tipos de cambios flexibles, pues la alta valorización de los activos financieros hace que la inversión en el sector financiero sea de mayor preferencia a las inversiones productivas. El proceso en el cual se sustituye inversiones directamente productivas por financieras es conocido como fenómeno de “evicción”, que como ya se menciono está dado debido a que:

$$\text{Tasa de ganancia especulativa} > \text{Tasa de ganancia productiva (industrial)}^1$$

Como un ejemplo que muestra este crecimiento acelerado del papel del sistema financiero en la economía es suficiente con observar que en el período de 1973 a 1996, el comercio mundial de mercancías aumento nueve veces, de un monto de 542 a 5,340 billones de dólares (miles de millones de dólares estadounidenses), en cambio, en el mismo período los

¹ Fenómeno que incluso se ve acentuado a raíz de las apariciones de nuevos instrumentos financieros (innovaciones financieras) que buscan una reducción del riesgo con menores costos de transacción. (Mantey, Guadalupe. “Inestabilidad financiera mundial ...”)

activos financieros de los bancos comerciales de todos los países observaron un incremento que va de 312 a 8,300 billones de dólares para dar un aumento de 26 veces, a su vez que la colocación de bonos en los mercados internacionales creció en 88 veces, de 9 billones de dólares a exceder los 770 billones².

Esto se ve acompañado por el incremento de los estudios por parte de numerosos economistas sobre el sector financiero, a últimas fechas los estudios sobre el tema han proliferado sustancialmente, tanto en el estudio de los sistemas financieros nacionales como internacionales. Incluso, la corriente neoclásica está de acuerdo en que el sector monetario y los flujos financieros son lo más importante en la economía. Según los neoclásicos (y más aún, en su forma radical con los monetaristas), la problemática del crecimiento económico se encuentra en la desestabilización de las variables macroeconómicas de política monetaria y fiscal. Luego entonces, indican que si estas variables observan una evolución correcta y estable, entonces el sector real podrá crecer y desarrollarse, para esta corriente teórica la estabilidad del sector económico y el equilibrio de corto plazo es posible manejando correctamente las variables del sector monetario y financiero:

$$Q = f(S. F.)$$

$Q = \text{Sector Real}$
 $S. F. = \text{Sector Financiero}$

Para una serie de autores importantes, como es el caso de Jhon G. Gurley, Edward Shaw, Ronald McKinnon y Raymond W. Goldsmith, el crecimiento financiero es una condición para el crecimiento económico. Esto es contrario a las hipótesis de varios autores que nos dicen que el crecimiento económico trae consigo el crecimiento financiero³.

Es por ello que se torna interesante el estudio del sistema financiero en sí y su participación en la totalidad de un sistema económico.

El hecho no termina aquí, el sistema capitalista de producción genera crisis recurrentes que se han caracterizado por ser crisis en el sector productivo⁴. Sin embargo, dentro de las crisis económicas nos podemos encontrar con un tipo de crisis específicas del sector propiamente financiero: las crisis financieras.

En el ámbito financiero también se pueden observar movimientos seculares que afectan a la inversión y desde ahí afectan a todo el sistema económico (al nivel de ingreso, empleo etc.).

Como mencionamos anteriormente, en el ámbito mundial han existido una serie de cambios estructurales en las últimas dos décadas y, especialmente, estos cambios se han dado más marcadamente en la esfera financiera, sin embargo, los cambios estructurales, más que traer una serie de beneficios esperados, han contribuido a incrementar el riesgo sistémico y la

² Mantey, Guadalupe. "Inestabilidad financiera mundial y conflictos de política en países industrializados: Necesidad de una nueva reforma al sistema monetario internacional" en **Problemas del desarrollo** Vol. 29 Julio - Septiembre 1998.

³ Arnaudo, Aldo A. **Economía monetaria** Editorial CEMLA. México 1988.

⁴ Ver en Anexo I el resumen de las crisis capitalistas más importantes de la historia.

inestabilidad y fragilidad financiera. En las últimas dos décadas se han podido observar episodios de: crisis de bolsa y del mercado de propiedades; extensas crisis bancarias; quiebras de bancos individuales; crisis en los mercados inter bancarios; y accidentes en los sistemas de pagos, tanto nacionales como internacionales. Es decir, episodios de crisis financieras.

Primero, es importante mencionar que no existe un solo tipo de crisis financieras. En general, las podemos agrupar de la siguiente manera:

- Crisis de moneda o crisis cambiaria (Currency Crisis): Ocurre cuando se presenta un ataque especulativo a una moneda, es decir, al tipo de cambio, que lleva a la devaluación de la misma o se incurre en la necesidad del país cuya moneda es atacada a defenderla incrementando sus reservas internacionales o incrementando la tasa de interés.
- Crisis Bancarias (Banking Crisis): Se refiere a una situación en la cual los bancos suspenden los pagos de sus deudas lo que provoca la intervención gubernamental.
- Crisis financieras sistémicas (Systemic Financial Crisis): Crisis que afecta a los mercados financieros y que tiene grandes efectos al sector real de la economía. En general, este tipo de crisis está muy relacionada con el llamado riesgo sistémico, el cual es *“un fenómeno macroeconómico que vincula diferentes fuentes de inestabilidad financiera”*⁵ como resultado de externalidades entre las decisiones y comportamientos de los agentes económicos que actúan bajo incertidumbre. Dichas externalidades se originan principalmente por tres fuentes: a) Retiradas o corridas de depósitos e incumplimientos en los sistemas de pagos (crisis bancaria), b) Depresiones del precio de los activos que se extienden mercado a mercado (fenómeno especulativo y crac bursátil), c) subestimaciones del riesgo y sobre endeudamiento de los créditos bancarios que llevan a una caída del crédito y al alza de las tasas de interés afectando a los niveles de oferta y demanda agregada. El riesgo sistémico implica interconexiones entre las posiciones financieras que produce efectos en cadena entre los riesgos individuales generando altos niveles de inestabilidad que pueden desencadenar en una crisis financiera en la cual se observan síntomas de los diferentes tipos de crisis financieras.
- Crisis de deuda externa (Foreign debt Crisis): Situación en la cual un país no puede pagar su deuda externa, ya sea privada o pública.

En los últimos años, en todo el mundo, se ha podido observar numerosos episodios de crisis financieras, especialmente bajo su configuración de crisis bancarias. De 1975 a 1997 en 50 países se han identificado 158 crisis financieras, de las cuales 54 son crisis bancarias⁶. Es de notar, que el fenómeno de las crisis financieras no es un fenómeno nuevo, nos podemos encontrar a lo largo del siglo XX numerosos episodios de crisis financieras. Sin embargo, a últimos años las innovaciones financieras y la integración financiera global han introducido

⁵ Aglietta, M. “Globalización financiera, Riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE” en, *Pensamiento Iberoamericano* No. 27 Enero junio 1995.

⁶ Ver en el Anexo II las principales crisis bancarias de las últimas tres décadas del Siglo XX.

nuevos elementos a este tipo de crisis. La globalización financiera ha traído consigo una mayor diversificación de los mercados financieros y los sistemas de pagos internacionales se han interconectado mediante los mercados de divisas. Los flujos de transacciones financieras se han incrementado junto con la competencia en el sector lo que ha dado a una creciente inestabilidad del sector que se han expresado en los fenómenos de crisis anteriormente descritos.

Las crisis financieras, a pesar de ser de diferentes tipos, tienen orígenes comunes, que en general se pueden agrupar en: políticas macroeconómicas insostenibles, debilidad en la estructura financiera, las condiciones financieras globales, desalineación del tipo de cambio e inestabilidad política⁷.

Las inestabilidades económicas inherentes al sistema y a los problemas estructurales de la economía mexicana son los que propician las crisis financieras, el factor político es un factor de inestabilidad importante pero no por ello es el factor principal o determinante de última instancia para el estallido de una crisis financiera. Al analizar una crisis financiera hay que analizar las des estabilizaciones macroeconómicas de las que se deriva. Sin duda alguna, la inestabilidad macroeconómica es un factor determinante en las crisis financieras, especialmente los auges en donde el incremento de los préstamos financieros han jugado un papel muy importante de creación de vulnerabilidad en el sector financiero, por lo tanto, es de hacer notar que los factores internos son muy importantes en la aparición de las crisis financieras.

Junto a los problemas internos podemos añadir las condiciones externas que a su vez han jugado un papel importante en las crisis financieras, especialmente en los llamados mercados emergentes.

En las crisis financieras internas hay una relación importante de éstas con los cambios en las condiciones financieras globales. A partir de la década de los setenta y el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods, así como las tendencias a la liberalización y desregulación financiera internacional, en el ámbito mundial se ha observado una intensificación en los flujos internacionales de capital que traen consigo una serie de problemas a los países receptores cuando dichos flujos entran de manera excesiva y tienen carácter mayoritariamente temporales. Esto genera que, cuando el flujo de capitales cese, e incluso se revierta, la economía se encontrará bajo ciertas debilidades importantes como son: a) un mayor nivel de deuda, generando una crisis por deuda como fue el caso de los países de América Latina en 1982, b) la entrada de flujos de capital pueden conducir a una burbuja especulativa en el mercado de valores y por ende una crisis financiera y peligro de recesión cuando dicha burbuja estalle, c) Hay un incremento en el financiamiento de la inversión dado por la entrada de capitales, sin embargo, esta inversión es con un mayor nivel de riesgo debido a que el incremento en la liquidez provoca el financiamiento de

⁷ En este punto es importante conocer la diferencia entre lo que se conoce como las causas de la crisis y distinguirlos correctamente de los disparadores de dichas crisis y al respecto, sin duda, las crisis financieras no se deben principalmente al cambio del poder presidencial, las crisis económicas y financieras se derivan por problemas propios al sector económico y no al sector político, por lo tanto, debe considerarse a la inestabilidad política no como una causa de crisis sino como un disparador.

proyectos que incluso no son rentables, lo que genera que, cuando se revierte el ciclo, no se logre pagar dichos financiamientos generando crisis bancarias, y d) la entrada de capitales incrementa las reservas internacionales del país receptor lo que permite sobre valorar su tipo de cambio y sostener un alto déficit comercial incrementando a su vez la especulación cambiara lo que puede llevar a una crisis de moneda como fue el caso de México en 1994.

Dentro de los factores externos que debemos considerar como factores de incidencia en las crisis financieras tenemos los cambios en la estructura de las deudas externas, cambios en la composición de los flujos de inversión indirecta y los cambios en la tasa de interés internacional los cuales alteran la vulnerabilidad de los países a los shocks financieros y, por supuesto, los fenómenos de contagio⁸. Pero no hay que olvidar que, aunque los factores externos contribuyen a precipitar crisis financieras, sin duda, éstas dependen en forma determinante de los factores domésticos y los desequilibrios internos de una economía.

Dentro de los factores domésticos nos podemos encontrar uno en especial que ha aparecido en diferentes países desde 1970. Nos referimos a la llamada liberalización financiera. En sistemas financieros débiles y con baja regulación también ha sido un factor de inestabilidad al sector el que se lleve a cabo una rápida liberalización financiera. Un proceso de liberalización financiera consiste en llevar a cabo una serie de reformas en el sector financiero con el fin de acabar con la llamada "Represión Financiera", es decir, se trata de liberar los mercados de capital internos de las leyes establecidas y de las "distorsiones" que crea la intervención gubernamental en estos mercados. El hecho radica en que el bien que se negocia en el mercado financiero no es un bien común, es decir, el dinero tiene una serie de características especiales que generan que éste no pueda ser manejado como una mercancía común y corriente, es debido a sus características especiales que un modelo de *laissez-faire* es inimaginable dado que la extrema falta de regulación a las instituciones financieras crea inestabilidades, incertidumbre y puede llevar a crisis financieras, más comúnmente, crisis bancarias⁹.

Los procesos de liberalización financiera son procesos complejos no homogéneos en todos los países debido principalmente a que existen diferentes tipos de sistemas financieros con sus propias fallas y fortalezas. En general la liberalización financiera muestra tres fundamentos base que se resumen como sigue:

1. Desarrollo de mercados financieros. La crisis mundial de los años setenta desencadenó poderosas fuerzas que impulsaron al desarrollo de los mercados en el ámbito mundial. Este desarrollo se traduce en un mayor número de agentes en el mercado financiero, mayor competencia, mayor conexión entre los mercados, apertura de profesiones financieras, la deregulación de comisión y múltiple inscripción de valores, la conexión de los mercados de valores con los mercados de derivados lo que ha traído una reducción del riesgo o el costo de la financiación, y, por supuesto, el incremento acelerado de las transacciones financieras. Sin embargo, no hay que olvidar que el incremento de las transacciones

⁸ Como se puede observar, en los últimos años dada la intensificación de las relaciones internacionales entre países, cuando se da una crisis financiera en un país dado, esta crisis se extiende a otros países, a esto es a lo que nos referimos con los fenómenos de contagio.

⁹ Punto que desarrollaremos más adelante y con mayor detalle.

financieras y de los mercados de esta índole han traído un incremento en el riesgo del mercado por la alta volatilidad de las tasas de interés y los precios de los activos y por el incremento de las relaciones ínter bancarias que hace que la red ínter bancaria sea más densa incrementando de esta manera el riesgo sistémico propagando riesgos individuales.

2. Superposición de actividades financieras. Paso de una banca especializada a una banca de tipo universal o múltiple. Este fenómeno tiene que ver con la intensa competencia entre el sistema bancario y el sistema no bancario. Este incremento de la competencia ha afectado a la banca en general y es el sistema de banca universal el que ha soportado de una mejor manera dicha intensificación de la competencia. Pero sin duda, este incremento en la competencia del sector ha incrementado notablemente su fragilidad debido a que con el fin de proteger su participación en el mercado han sobre valorado el riesgo y por lo tanto son más sensibles a los movimientos de la tasa de interés.

3. Concentración de instituciones financieras. Formación de los llamados grupos financieros ya que el paso de una banca especializada a múltiple permite una concentración esencialmente horizontal (alianzas entre instituciones financieras y no financieras). Sin embargo, este tipo de agrupaciones y conglomerados son difíciles de supervisar y conllevan un riesgo sistémico dentro de su opaca red de obligaciones y transacciones ocultas¹⁰.

Estas tres tendencias generales de la desregulación financiera traen consigo un incremento en el riesgo sistémico y la inestabilidad financiera, incluso, la evidencia empírica nos muestra que la desregulación nos lleva aun proceso de deterioro de los activos de las instituciones financieras creando así crisis de insolvencia y grandes desequilibrios macroeconómicos¹¹.

En resumen: Tenemos una relación entre el sector productivo y el sector financiero; Existe un tipo de crisis económica específicamente del sector financiero conocida como Crisis Financieras; Este tipo de crisis pueden tener orígenes en factores internos (los más importantes), factores externos, y por causas de la propia debilidad del sector financiero que pueden a la vez ser generadas por una rápida liberalización financiera.

Hay que recordar que las crisis financieras tiene una serie de repercusiones en la economía. Los costos de recuperación son muy altos. Entre estos costos podemos observar la baja del nivel de producto, desempleo de factores productivos, crecimiento del déficit fiscal con relación al PIB, entre otra serie de efectos que trataremos de analizar con mayor detalle en el transcurso del presente trabajo de investigación.

Es obvio que es importante realizar un estudio de los acontecimientos de la economía mexicana en particular. México, desafortunadamente, no se ha podido escapar de las crisis financieras, incluso, en el año de 1994, nuestro país experimentó su crisis financiera más

¹⁰ En los mercados financieros más grandes de mundo las transacciones de fondos ínter bancarios alcanzaron de 45 a 120 veces más el valor del PNB en 1990. (Aglietta, M. 1995)

¹¹ Para mayores referencias ver Carlos Díaz - Alejandro. "Adiós represión financiera. ¡Que tal, crac financiero!" en Bendesky, León (comp.), **El papel de la banca central en la actualidad**, CEMLA, México 1991.

intensa de su historia. Es por ello que es importante analizar las crisis financieras dentro del caso mexicano, sin olvidar que éstas se derivan de los factores anteriormente comentados. Además, es importante realizar un breve estudio del funcionamiento del sistema financiero mexicano y cuales son los cambios derivados del proceso de liberalización financiera.

Esto es precisamente lo que en lo particular me es de interés estudiar: ¿Cómo funciona el sistema financiero, sus características y su importancia dentro de la economía? ¿Cuales son las condiciones económicas que derivan en una crisis financiera? ¿Cómo afectan las inestabilidades macro y los problemas estructurales al buen funcionamiento del sistema financiero? ¿Cuales son los efectos de las crisis financieras, tanto al propio sector financiero como al sector real?, y por supuesto, el caso de México de 1980 al año 1994.

3.- OBJETIVOS.

El interés general es conocer al sistema financiero y porqué se generan crisis y cual es la particularidad de éstas. Por lo tanto como primer objetivo se analizará la participación del sistema financiero dentro de un sistema económico en general. No hay que olvidar que el sector financiero forma parte de un "todo económico", es decir, en el sistema económico por facilidad de estudio los economistas separamos a la economía en partes según sus especificaciones, así tenemos un sector productivo, un sector distribución, un sector consumo, y un sector financiero. Generalmente en el estudio económico se hace de lado el sector consumo y se hace énfasis en el resto de los sectores, privilegiando esencialmente al sector productivo.

Entonces no hay que dejar de lado que hay una interacción entre los sectores y es por ello que en primera instancia hay que estudiar el papel del sistema financiero en el resto de la economía, cual es su función o funciones, como afecta al sector real y viceversa, es decir, es necesario el estudio de la interacción entre lo real y lo monetario. Es muy importante recordar en este nivel que existen dos fuentes para atacar el estudio de la relación entre el sistema financiero y el sector real, el primero consiste en el estudio de la neutralidad o no-neutralidad del dinero en el sistema económico, el segundo y punto clave, es el del estudio de la tasa de interés. La bisagra que conecta al sistema financiero con el sector real es la tasa de interés y los cambios drásticos en ésta crean desequilibrios macroeconómicos cuyos efectos van a depender de que tanto se encuentre regulado es sistema financiero de un país. Obviamente esta historia tiene dos lados, como mencionamos anteriormente, hay un incremento en las actividades financieras en el ámbito mundial que afecta negativamente al sector real, sin embargo, hay que recordar que la valorización de un activo financiero depende de la corriente de ingresos que promete y de la tasa de interés, por lo tanto un incremento en la colocación de activos de carácter financiero, tiene que estar acompañado de un incremento del ingreso real (incremento del capital productivo), de no ser así se lleva a una fragilidad en el sistema financiero.

Como un segundo objetivo se estudian los procesos teóricos de la inestabilidad y las crisis financieras. A raíz de que se estudió lo que es y como funciona el sistema financiero, podemos dar cuenta de sus características y especificidades y tener una idea de su inestabilidad y del hecho de que el dinero, la tasa de interés y los sistemas bancarios (o los intermediarios financieros en general) influyen en la tasa de crecimiento económico. El

hecho es que las políticas monetarias y financieras mal orientadas pueden hacer daño al sistema económico en general. Keynes en su estudio de la trampa de la liquidez hace notar el daño potencial que puede causar el sistema financiero a las economías capitalistas¹². Por lo tanto, como mencionamos anteriormente, vamos a observar que el sistema financiero no es nulo en el crecimiento económico¹³ y por ende, en su "actuar" puede generar inestabilidad y crisis. Aquí encontramos un problema: ¿Son las características del sistema financiero lo que trae las crisis financieras, o son los desequilibrios en el sector productivo lo que hacen al sistema financiero inestable? En sí, el segundo objetivo es el de analizar la especificidad de inestabilidad del sector financiero y sus crisis. Por lo tanto, hay que definir las crisis en general y después ver lo que son y como se expresan las crisis financieras. En este punto es de suma importancia el estudio de lo que es la inestabilidad financiera y el riesgo, que como hemos podido esbozar brevemente en líneas anteriores son un factor importantísimo en la aparición de las crisis financieras.

Un tercer objetivo, es el de estudiar en forma particular el caso del sistema financiero mexicano. Las crisis financieras están presentes en nuestro país a raíz del cambio estructural implantado después de la crisis de la deuda de 1982. En el período que va de 1980 al año 2000, en nuestro país se han observado tres crisis financieras de índole diferente, en 1982 tuvimos una crisis de deuda externa, en 1987 se dio una crisis bursátil, y en el año de 1994 una llamada crisis sistémica. Es por ello que sobre la base de las herramientas que se adquieren en los dos objetivos anteriores se buscará realizar un estudio serio y científico sobre las crisis financieras en México analizando sus fuentes de inestabilidad, provenientes tanto del sector real como del sector financiero, el estallido de dichas crisis, así como sus efectos y costos a la economía mexicana.

El sistema financiero mexicano está experimentando hoy en día una intensa integración al sistema financiero internacional, y más específicamente, se ha consolidado su integración al sistema financiero de América del norte, es por ello que el sistema financiero mexicano, más intensamente en nuestros días, es sumamente afectado por el sistema financiero internacional y no se puede negar que las crisis financieras hoy en día no sólo afectan al país de origen sino que se expanden por todo el orbe dado la intensidad en las relaciones financieras internacionales que se han observado en las últimas décadas. Entonces hay que estudiar que efectos tienen el sistema financiero internacional, las crisis financieras internacionales y los flujos de capital al sistema financiero mexicano y, desde ahí, al sistema económico en general.

4.- HIPÓTESIS:

Es un hecho que **existe una relación entre el sector productivo y el sector financiero**, sin embargo, hay una amplia discusión sobre la forma en la que el sector financiero afecta al

¹² La trampa de liquidez se define como una situación en la cual los intentos de las autoridades monetarias de acelerar el crecimiento económico reduciendo la tasa de interés es inefectiva y en lugar de estimular la inversión se alienta la especulación financiera.

¹³ Es decir, el sistema financiero influye tanto positivamente como negativamente al crecimiento económico, positivamente porque un desarrollo en el sistema financiero de una economía impulsa el crecimiento, y negativamente porque a su vez el financiamiento externo de la inversión genera inestabilidad y posibles crisis en el sistema económico.

sector productivo. Dicha discusión parte a raíz de las diferentes concepciones que se le dan dicho sector. Algunos autores enfatizan su función como intermediario entre ahorradores e inversionistas (enfoque financiero tal cual, relacionado más a partir de las instituciones financieras no bancarias), mientras que otros autores enfatizan su función como creador de medios de pago utilizados en la economía para realizar las operaciones de producción, distribución y consumo (enfoque monetario relacionado a partir de las instituciones bancarias y creadoras de dinero). El común denominador es el de englobar al sistema financiero ambas concepciones a fin de no omitir importantes aspectos tanto teóricos como empíricos. Independientemente del enfoque que adoptemos **a partir de la interacción entre el sector real y el financiero podemos advertir que uno afecta al otro y viceversa, es por ello, que podemos observar que las características inherentes al sistema de producción capitalista no dejan de lado la posibilidad de un tipo de crisis específicas del sector financiero, denominadas como crisis financieras, que vienen dadas por problemas y vulnerabilidades tanto del propio sector financiero como del sector productivo. En las dos últimas décadas, la recomposición de las fuerzas productivas en el ámbito mundial han incrementado la inestabilidad financiera generando así, episodios recurrentes de crisis financieras en todas sus expresiones afectando de esta manera al crecimiento económico dados sus altos costos tanto fiscales como de recesión y estancamiento. Indudablemente México no se ha escapado de dichos episodios de crisis financieras, al igual que muchos de los países del orbe han experimentado fuertes y graves turbulencias financieras que han afectado notablemente su desarrollo económico en las dos últimas décadas del siglo XX.**

5.- METODOLOGÍA:

La metodología que en términos generales se utilizó es el método inductivo. Es decir, primero se partió de un aspecto teórico que englobe las generalidades del funcionamiento de cualquier tipo de sistema financiero y su relación con el sector real, en esta parte se incorporó la mayor cantidad posible de escuelas teóricas de la economía que nos expliquen dicha relación. También en un aspecto general se analizó lo que es la inestabilidad financiera y las crisis de dicho sector, para pasar después al caso particular de México y sus crisis financieras que se presentan de los años que van de 1980 al año 1994. Este tipo de metodología, que va de lo general a lo particular, incluye el aspecto del análisis de lo específico, entendiendo como esto el estudio de las variables económicas que expresen el problema central al que nos estamos refiriendo que son las crisis financieras.

Aquí no encontramos la importancia del análisis empírico. Obviamente, el uso de las variables económicas va a depender de la forma en la que clasifiquemos a cada tipo de crisis financiera. Como mencionamos anteriormente, no existe un solo tipo de crisis de este tipo, existen 4 tipos diferentes de crisis, por lo tanto, en primera instancia se hace necesario hacer una identificación de las crisis que sufrió México en los años de estudio. Es decir, cada tipo de crisis muestra diferentes tipos de indicadores de vulnerabilidades, como mencionamos anteriormente, los aspectos macroeconómicos afectan y van trazando el camino hacia la crisis, es por ello que en primera instancia necesitamos revisar los indicadores del sector real, entre los que destacamos la tasa de crecimiento del PIB, la tasa de desempleo, indicadores que muestran el cambio estructural y las políticas de desarrollo

aplicadas, aquí hay que hacer notar que en general, cuando se observan los indicadores macroeconómicos antes de una crisis financieras se observa un proceso de sobre calentamiento el cual hay que analizar con cuidado como una de las determinantes de las crisis financieras. A partir de esto hay que analizar y distinguir las variables e indicadores que muestran las inestabilidades de cada crisis. Cuando tenemos una crisis de moneda los indicadores a utilizar son los cambios en las reservas internacionales, las tasas de interés, el nivel de sobre o sub valuación del tipo de cambio y el monto de la balanza comercial. Dentro de las crisis bancarias no es tan fácil identificar las variables necesarias ya que en general el sector bancario se basa en el aspecto subjetivo de la confianza por parte de prestamistas y prestatarios, pero para que exista una baja de la confianza en el sistema bancario su estructura debe de encontrarse debilitada, aquí es donde podemos establecer una serie de indicadores como son la tasa de crecimiento de los créditos domésticos, la tasa préstamos / depósitos de los bancos, cambios en el multiplicador bancario y los agregados monetarios ¹⁴. Las crisis financieras sistémicas incluyen a las crisis anteriores, por lo tanto los indicadores utilizados son los mismos. En una crisis de deuda lo que es necesario analizar es el cambio en la estructura de la deuda externa y cuales son los términos de corto plazo de los pasivos que se tienen.

Los anteriores indicadores son los que nos muestran las vulnerabilidades que pueden derivar en una crisis financiera, pero como ya mencionamos anteriormente, estas crisis tienen causas y efectos. Dentro de los efectos es importante ver lo que sucede con los costos financieros de la crisis, el crecimiento del PIB, la inversión, el balance fiscal, la inflación, el tipo de cambio y el tiempo que dura la recuperación de la crisis.

¹⁴Con detalle en el transcurso del trabajo de investigación mostraremos la importancia que tienen estos indicadores en la vulnerabilidad bancaria, que en general se expresa por un incremento insostenible de la liquidez y por el incremento del riesgo de la no recuperación de los créditos bancarios que generan las crisis.

CAPITULO 1.- LA RELACIÓN ENTRE EL SECTOR REAL (PRODUCTIVO) Y EL SECTOR FINANCIERO.

1.1. Economía, Inversión y los enfoques del Sistema Financiero.

La Economía generalmente se ha definido como el estudio de la forma en que la sociedad satisface sus requerimientos materiales. El estudio de la ciencia económica surge a partir de que se reconoce que la sociedad no es capaz de satisfacer totalmente todas sus necesidades, es decir, se acepta la existencia de la escasez. Esto lleva a la necesidad, de toda sociedad, de romper con las imposibilidades que tiene de satisfacer completamente sus necesidades, toda sociedad mantiene una constante lucha por el crecimiento y desarrollo económico. Económicamente, la meta es generar la mayor cantidad posible de bienes materiales para el conjunto de la sociedad y para cada miembro de ésta.

El crecimiento económico permite la mayor producción de bienes materiales pero es necesario entender que este crecimiento no puede surgir de la nada. Para que una sociedad logre crecer económicamente es necesario que incremente la productividad o la cantidad de factores productivos utilizados en la producción. Es por ello que para lograr un incremento en el producto o ingreso es necesario que una parte de la producción sea destinada al incremento de los factores productivos, es decir, es necesario que se transforme en inversión y, por lo tanto, a mayores tasas de crecimiento del ingreso, es mayor la proporción de ingresos que deben utilizarse como inversión:

$$\Delta Y = \Delta C + \Delta I$$

Donde: Y = Producto o Ingreso; C = Consumo; I = Inversión.

Entonces, es muy importante distinguir el hecho de que existen agentes económicos en el sistema dedicados a la generación de bienes, es decir, al sector productivo, que es el sector clave del crecimiento y desarrollo¹.

Dichos agentes productivos, sin embargo, por diversas razones, tienen la necesidad de obtener recursos extras a sus niveles de ingresos para llevar a cabo la inversión. Es decir, hay una parte de la inversión que se lleva a cabo con la utilización de recursos propios de los mismos agentes productivos y hay otra parte de la inversión que es financiada con recursos ajenos a estos. Esto tiene que ver, entre otros factores, con el monto de la inversión (donde a mayor monto de recursos necesarios para realizar la inversión es necesario obtener recursos externos) y con el riesgo que el productor asume al llevar a cabo una inversión productiva (en este caso los agentes productivos buscan diversificar su riesgo, ya sea por medio de un crédito, en donde el riesgo se diversifica entre el productor y el banco o prestamista, o por medio de las operaciones con valores [títulos y / o acciones] donde el riesgo se diversifica entre varios inversionistas).

¹ Tan solo hay que recordar la definición clásica de economía y las preguntas clave: ¿Qué producir?, ¿Cómo producir? Y ¿Para quién producir?

Este hecho nos lleva a la conclusión de que las unidades o agentes que realizan la inversión productiva (fija) son, por lo general, de carácter deficitario, lo que indica que necesitan más recursos de los que tienen (y en ocasiones, de los que quieren) para realizar una inversión.

En cambio, en el sistema económico existen otros agentes (individuos, familias o incluso empresas) cuyos ingresos exceden a sus egresos, es decir, son de carácter superavitario, cuyo ahorro (ingreso - consumo) *puede* (o no) utilizarse para financiar la inversión de los agentes deficitarios, contribuyendo así al crecimiento económico.

De esto se desprenden dos hechos importantes:

1. La inversión necesita recursos para llevarse a cabo.
2. Dichos recursos pueden venir de las propias empresas (autofinanciamiento) o de agentes superavitarios (financiamiento externo de la inversión)².

Como puede verse, hasta el momento podemos dar a entender que en el proceso de transmitir recursos de los agentes superavitarios a los deficitarios es necesario un proceso de intermediación, propiamente llamado intermediación financiera, resaltando el hecho de que las finanzas es la ciencia que estudia la obtención y asignación de los recursos monetarios, ya sea a un nivel macro o microeconómico³.

El financiamiento externo de la inversión puede darse de tres formas:

- A) Directa: Una unidad superavitaria cede los recursos a una deficitaria, a través de la venta de instrumentos financieros, que constituyen derechos sobre los ingresos o activos futuros del agente deficitario.
- B) Indirecta: Lo más común es que entre las unidades deficitarias y superavitarias exista un tercer agente que intermedie las operaciones de préstamos de recursos. A dicho agente se le designa como “intermediario financiero”, cuya función es la de canalizar los recursos de los superavitarios a los deficitarios. Dichas instituciones financieras tratan de contribuir realizando la recolección del ahorro de los superavitarios, por tanto, toman prestados fondos de los ahorradores mediante la emisión de un pasivo, y sobre la base de tales recursos, adquieren un activo por medio de la concesión de préstamos o compras de títulos o valores emitidos por unidades deficitarias que necesiten financiarse.
- C) Participaciones de capital: Bajo esta modalidad, el agente superavitario “compra” una fracción del capital de la empresa y cuya posesión le da derecho a recibir una porción de los beneficios generados por ésta, es decir, se hace copartícipe de la inversión⁴.

En un sistema económico desarrollado el número de intermediarios y actividades financieras es mucho mayor, debido a que no sólo intermedian recursos, si no que también

² Hay que hacer hincapié en que distintos autores, según su visión económica, le dan mayor importancia ya sea, al financiamiento interno de la inversión o al financiamiento externo.

³ Como se vera más adelante, en el presente estudio nos abocaremos más al nivel agregado de la economía, aunque este, por el estudio de lo que son las finanzas tiene una fuerte determinación macroeconómica.

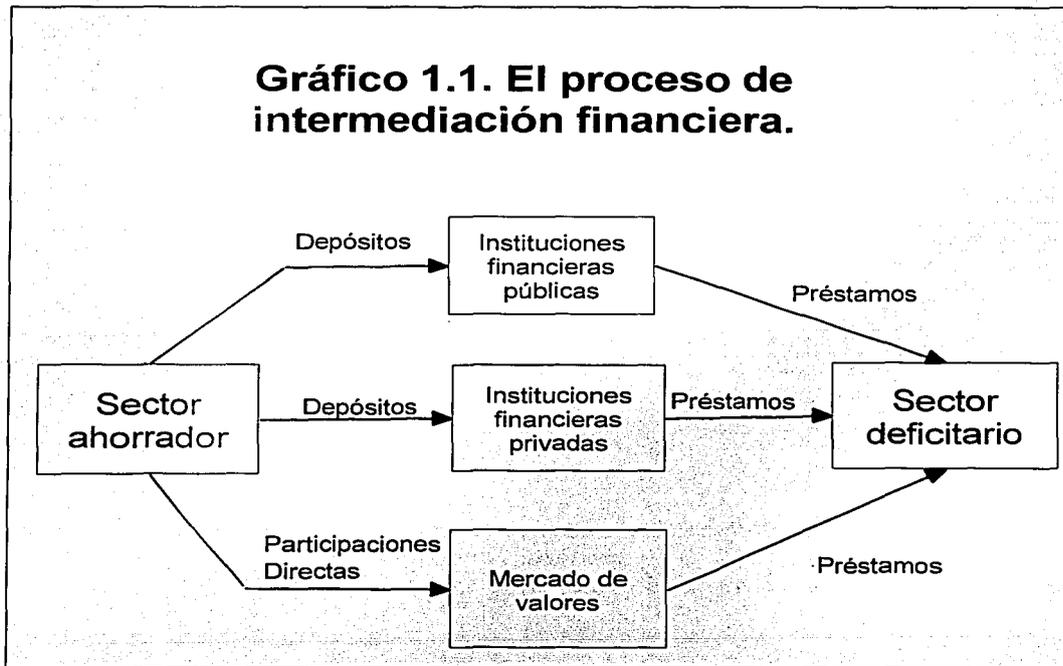
⁴ Este proceso de compra se da a partir de la adquisición de instrumentos financieros denominados acciones, los cuales son negociados en los mercados financieros de títulos.

cumplen con la función de armonizar los plazos exigidos entre los depósitos de los ahorradores y el plazo de los préstamos a los deficitarios. Dicha acción es sumamente importante debido a que sobre la base de la diferencia en el tiempo de los plazos es como los intermediarios financieros realizan el cálculo de sus reservas y la cantidad de préstamos que pueden otorgar en determinado tiempo.

Esta forma de ver lo que es el sistema financiero, como un proceso de intermediación entre unidades superavitarias y deficitarias, es la visión neoclásica donde el ahorro precede a la inversión (ahorro *ex ante*), es decir, para que se incremente el nivel de inversión es necesario que antes exista ahorro y por lo tanto la inversión está en función del nivel de ahorro generado en la economía:

$$I = f(S)$$

Bajo esta concepción el ahorro precede a la inversión y es necesario que las instituciones financieras canalicen dicho ahorro hacia los inversionistas:



Fuente: Elaboración propia.

En el enfoque anterior se acepta que hay una transferencia de moneda, la cual se limita a cambiar de manos. Sin embargo, esto no tiene por que ser necesariamente de esta manera.

Otra forma en la que se puede realizar la inversión es mediante un financiamiento externo en el cual las instituciones financieras “crean” los medios de pago con los cuales se puede realizar la compra de los recursos necesarios para llevar a cabo la inversión. Este es un proceso sencillo, pero que en el nivel en el que nos encontramos en el desarrollo del trabajo de investigación no queda claro.

Bajo este enfoque no es necesario que exista ahorro *ex ante* a la inversión, debido a que el proceso de financiamiento no surge de un proceso de intermediación sino de la creación de medios de pago públicamente aceptados por el sistema bancario privado o central. En este proceso, las instituciones bancarias, sobre la base de sus reservas monetarias y al principio del multiplicador del crédito (en el caso de la banca privada) tienen la posibilidad de crear dinero mediante el cual se pueden otorgar créditos para financiar la inversión. En este caso, el ahorro tendrá una función de estabilización del sistema general de pagos de la economía y no es necesario para el financiamiento inicial de la inversión, pero su recolección es crucial para la estabilidad de dicha inversión⁵ (ahorro *ex post*).

Las diferencias entre los enfoques expuestos no resultan de una discrepancia acerca de la organización y funcionamiento del sistema financiero si no más bien de la importancia que se le asigne a las variables del sector financiero y como afecta éste al sector real. Si se le asigna una mayor relevancia al enfoque monetario, es decir, al proceso de creación de los medios de pago utilizados en la economía para llevar a cabo la producción, la distribución y el consumo, entonces la variable central de estudio es la base monetaria y el dinero en poder del público. En cambio, si nos inclinamos hacia el enfoque financiero de intermediación, hay que considerar como variables determinantes al ahorro y a la capacidad de éste de convertirse efectivamente en inversión por medio de la intermediación financiera.

A pesar de esta distinción de enfoques del sistema financiero, hay un consenso general de englobar a ambas visiones en una definición general y completa del sistema financiero. Es decir, excluir deliberadamente una de las interpretaciones implicaría el reducir la importancia del sector a una sola dimensión de análisis y no se vería la totalidad de su influencia en el sector real. Es por ello que por lo general, y casi automáticamente, se encierra a ambos enfoques en lo que es el sistema financiero, distinguiendo de esta manera dos tipos de instituciones dentro del sector:

1. Instituciones monetarias (Sector bancario).
2. Instituciones de intermediación (Sector no bancario)⁶.

Mientras más se encuentre desarrollado un sistema financiero y otorgue una mejor y mayor cantidad de servicios, mejor será su aportación al sistema económico en general debido a que incrementará de esta forma el nivel de ahorro e inversión.

⁵ Dicho proceso se encuentra explicado en el principio del fondo revolvente de Davidson.

⁶ El sector bancario o monetario crea dinero y a la vez es intermediario, en cambio el sector no bancario o no monetario no tiene las facultades de crear dinero pero sí realiza las funciones de intermediación.

Hasta el momento podemos observar que determinamos al sistema financiero como una parte del sistema económico como si siempre hubiera estado presente, es decir, hemos iniciado el análisis aceptando automáticamente su existencia.

Sin embargo imaginemos la siguiente situación de una economía imaginaria:

Nuestra economía imaginaria consta de una familia (un solo agente económico), en la cual su producción consta únicamente de trigo. Dicha producción tiene dos destinos: consumo o ahorro. Pero como el ahorro, en este caso, se expresa por bienes reales, necesariamente tiene que utilizarse para la reproducción y así incrementa el nivel del producto. Hay que notar que en este caso no hay intermediación financiera alguna, la propia familia que ahorra es la misma que invierte y todo ahorro se convierte en inversión.

Sin embargo, nuestra economía imaginaria anterior es absolutamente irreal, no existe un solo agente económico, en la economía existen varios y numerosos agentes económicos cuya producción es diferenciada y existe la división social del trabajo⁷. La división social del trabajo trae dos consecuencias históricas fundamentales:

- La aparición de un excedente para cada individuo de los bienes que produce, y;
- Las necesidades de los individuos de dotarse del resto de los bienes.

Puede notarse que la segunda conclusión se puede realizar por medio del trueque, los productos se cambian por productos, pero inmediatamente las dificultades de transporte, almacenamiento y el número de mercancías que debía intercambiarse por otras condujeron a la aparición de un equivalente general de cambio o moneda.

Regresemos un poco a nuestra economía imaginaria, ahora no con un agente económico, si no con numerosos agentes y cuyos intercambios se llevan a cabo por medio del equivalente general:

Un agente productor X del bien x necesita los bienes a y b , generados por otros agentes, para realizar su producción. Entonces, para producir x necesita adquirir a y b , para esto es necesario que X posea el equivalente general para realizar los intercambios necesarios y obtener los bienes que necesita para generar x . Ahora supongamos que X es un agente deficitario y existe un agente W cuyo carácter es superavitario. Entonces X no tendrá suficientes recursos para adquirir a y b (o alguno de los dos en caso de que cuente con recursos propios y la capacidad de autofinanciamiento, pero la esencia de este ejemplo es que X es deficitario). Entonces, debido a que X es deficitario, necesita el equivalente general que tiene W para realizar la inversión. Simplifiquemos y digamos que W es conocido de X y le presta los recursos extra que posee para que X pueda adquirir a y b (financiamiento externo directo), pero debido a que W se ha desprendido de sus recursos necesita obtener una ganancia por ello y, por ende, le exige a X que a un debido tiempo le regrese lo que le ha prestado más un premio que se ha denominado interés.

⁷ No todos los agentes producen lo mismo, se especializan en una actividad específica lo que incrementa las capacidades productivas de la sociedad en general.

A lo que queremos llegar con todo esto es que:

A) El proceso descrito en nuestra segunda economía imaginaria puede ser llevada a cabo por la existencia del equivalente general, si omitimos dicha existencia, el proceso se tendría que llevar a cabo por medio del trueque, lo que dificultaría la operación. Por ende, lo que necesita X para realizar la inversión es dinero o moneda (el equivalente general) que lo obtiene por un préstamo de W en un proceso de financiamiento externo directo, en donde lo que se negocia no son bienes sino moneda.

Es decir, no podemos entender cabalmente lo que es el sistema financiero si no tenemos en claro que en éste el bien que se negocia es el dinero, mercancía que tiene característica específicas que lo diferencian del resto de las mercancías y que entonces hay que entender lo que es y como afecta a la economía y más específicamente como afecta en su papel de activo financiero.

B) Hay que notar que W tiene recursos excedentes que está dispuesto a ceder a X bajo la condicionante de recibir de éste un interés. Y por supuesto X está en la libre decisión de aceptar dicha condición o recurrir a otro agente superavitario para financiarse si es que dicho tercer agente exige menos interés que W . O en su defecto X puede decidir no endeudarse, todo esto, en función del costo que asume con el financiamiento externo.

Es decir, la expansión del crédito, está en función de los deseos de endeudamiento de los agentes productivos deficitarios, los deseos de prestar de los agentes superavitarios y en ambos casos nos encontramos con que esto depende del monto del interés que se cobre. Hay que recordar que en el caso de la aparición de los intermediarios financieros, estos obtiene sus beneficios, cargando un interés sobre los préstamos que otorgan, que tiene que ser mayor al interés que pagan por los depósitos que reciben.

En conclusión, para comprender de una manera más completa la relación entre el sector real y el sector financiero es necesario analizar dos aspectos claves que unen a dichos sectores: el dinero y la tasa de interés.

1.2 El dinero y su papel en la economía.

Como ya vimos en el apartado anterior, no podemos entender en su totalidad al sistema financiero si no comprendemos lo que es el dinero, activo que se negocia en el sector, y si no conocemos la forma en la que el dinero afecta al sector real. No hay que olvidar que hemos partido de la idea central de que el sistema financiero tiene como objetivo principal incrementar el nivel de inversión en una economía, es decir, si nos vamos un poco más atrás, la economía trata principalmente de las actividades reales (producción, distribución y consumo de bienes) y el dinero influye sobre estas actividades.

Hay un consenso general de lo que es el dinero, sus características y sus funciones como medio de pago y como instrumento y activo financiero. Sin embargo, hay una diferencia sustancial entre las diferentes teorías de como es que el dinero influye en sector real de la economía, es por ello que en este segundo apartado nos hemos encontrado con la necesidad de desarrollar la exposición en tres partes. Primero, es de suma importancia el estudio de lo

que es el dinero como tal, sus funciones económicas y los diferentes tipos de dinero existentes en la economía. Segundo, es necesario pasar a estudiar la forma en la que el dinero actúa como instrumento y activo financiero. Tercero, estudiar brevemente las diversas teorías económicas que explican la forma en la que el dinero influye sobre las variables reales de la economía.

1.2.1 El dinero: definición, características y clasificaciones.

El dinero aparece con la necesidad de que la sociedad intercambie los bienes producidos por los individuos bajo un sistema de división social del trabajo. Bajo este contexto se considera que el dinero es una invención, un invento que agiliza la transferencia de bienes y servicios entre las personas. En una economía cuya producción tiene como primera base la división social del trabajo el intercambio de bienes se facilita y se realiza de forma más fluida con la utilización de un equivalente general de cambio, papel generalmente otorgado a un bien en particular que debe de contar con ciertos requisitos dentro de sus propiedades físicas:

- Durabilidad indefinida.
- Divisibilidad.
- Facilidad de transporte.
- Escasez (La oferta del bien dinero es limitada).
- Valor elevado (debido a su escasez relativa).

Por encima de las características físicas del bien - dinero es necesario resaltar las funciones que éste cumple dentro de la economía, las cuales son:

1. Medio de cambio (circulante): La mayoría de los autores aceptan a ésta como la función principal del dinero debido a que es por ella por la que fue creado, para poder realizar el intercambio de bienes por medio de un equivalente general aceptado por todos los miembros de la sociedad. Si no existiera el equivalente general, cada mercancía debería de expresar su valor en términos de los otros bienes existentes, así, en una economía con 500 bienes, el número total de precios en la economía sería de 124,754⁸. En cambio, en una economía monetaria el número de precios es igual al número de mercancías existentes facilitando de esta forma los intercambios e incrementando la eficiencia de toda la economía en general.
2. Medio de pago: El dinero tiene la función (derivada del punto anterior) de servir como medio de pago, es decir, se utiliza para la compra - venta de bienes y servicios y para liquidar las deudas contraídas por los agentes económicos.
3. Deposito de valor: El dinero (dada su característica física de durabilidad) puede ser utilizado para transferir consumo presente a futuro, sin que éste pierda (del todo) su poder de compra, es decir, se puede reservar el dinero con el fin de gastarlo cuando se crea conveniente.

⁸ Número de precios = $\frac{n * (n - 1)}{2}$, donde n es la cantidad de mercancías en la economía.

4. Unidad de cuenta: El valor de todos los bienes y servicios se expresan en términos de dinero lo que permite la realización de cálculos económicos, matemáticos y contables sin la necesidad de una manifestación física del dinero.

Diversos bienes han sido utilizados a lo largo de la historia como dinero, por ejemplo, sal, té, cuero, ganado, conchas, perlas, granos, etc.⁹, algunos de los cuales no cumplían con todos los requerimientos físicos y económicos necesarios. Independientemente de la "cosa" que se emplee como dinero, sobre todo hay que distinguir que lo importante es su función como medio por el cual "*se expresan las deudas, los precios y el poder general de compra*"¹⁰.

Una característica especial del dinero es que es generalmente aceptado como medio de pago y se considera que es una creación de la comunidad avalada por la ley para poder ser utilizada como tal. Por ello, el Estado debe definir, bajo legislación, cual es el dinero que debe utilizarse para las operaciones de compra - venta y el pago de deudas¹¹. De esta forma, el Estado puede reconocer tres formas de dinero: El *dinero - mercancía*, el *dinero dirigido* y el *dinero fiduciario*. Estos dos últimos a su vez forman parte de lo que se denomina como *dinero símbolo*.

El *dinero - mercancía* es aquel en el cual, como su nombre lo indica, se utiliza unidades reales de una mercancía en específico como dinero, y el valor del resto de bienes se expresa en términos relativos al valor de la mercancía utilizada como dinero. Obviamente, esta mercancía debe reunir los requisitos físicos y económicos mencionados anteriormente.

Sin duda alguna, los metales han tenido más éxito como forma primaria del dinero - mercancía durante la mayor parte de la historia debido a sus evidentes ventajas físicas, dando a éste tipo de dinero la denominación de dinero metálico, que es en sí sólo una de las múltiples formas de dinero - mercancía que han existido a lo largo de la historia. De entre todos los metales conocidos el oro fue el primero que apareció libre de otros compuestos no metálicos por lo que fue el metal más utilizado como dinero amén de sus características físicas atractivas a la vista.

Siguiendo la evolución histórica del dinero, el paso que siguió al dinero metálico fue el papel moneda cuya aparición se da hasta el siglo XV y en su sentido más actual hasta el siglo XIX. Su aparición obedece a la aceleración del comercio internacional en el S. XV con la cual la dificultad del transporte intra marino, el almacenamiento y la protección del dinero metálico se hizo más difícil cada vez. Por ello es que los Estados nacionales determinan la creación de papel moneda, el cual podía ser convertido en términos del

⁹ Ver Morgan, E. V. *Una historia de dinero*. Editorial Aguilar, Madrid 1972.

¹⁰ Keynes, J. M. *Tratado del dinero* Editorial Aosta, España 1996.

¹¹ Cuando al Estado se le atribuye el derecho a declara cual es el dinero que en momento determinado ha de utilizarse, se le denomina a dicho dinero como *dinero cartalista*.

patrón objetivo de dinero, es decir, era convertible en dinero metálico. A este tipo de dinero convertible es lo que se conoce como *dinero dirigido*¹².

Como mencionamos anteriormente, el dinero dirigido forma parte de lo que es el *dinero símbolo*¹³, o mejor dicho, es una forma de éste. El dinero símbolo es aquel que sin ser el dinero de "curso legal" que el Estado ha determinado es aceptado como pago o a cambio de dinero de curso legal. Cuando se acepta como cambio, es *dinero dirigido* aunque ya de antemano se ha dado a considerar que el dinero dirigido es dinero de curso legal. Otra forma de dinero símbolo es el *dinero fiduciario* (de fe), cuyo valor intrínseco (propio) no tiene nada que ver con su valor nominal como dinero. El dinero fiduciario surge también como papel moneda, sólo que en este caso no es creado por el Estado como el dinero dirigido, si no que es creado por el sistema bancario a partir de sus operaciones de crédito.

Los banqueros (orfebres y cambistas en la Edad Media) reciben depósitos de las unidades superavitarias en dinero de curso legal creando reservas a partir de las cuales otorgan créditos a las unidades deficitarias. En ambas transacciones el sistema bancario tiene la opción de crear dinero ya que al recibir los depósitos entregan al depositante los certificados de depósito, los cuales tienen el carácter de dinero en las transacciones económicas, es decir, son aceptados como medios de pago ya que el depositante al pagar con estos certificados dota al que los recibe de la facultad de reclamar al banquero el dinero en especie. A su vez, al otorgar créditos, los banqueros no se ven en la necesidad de entregar el dinero en sí, en vez de esto abren cuentas corrientes a sus prestatarios entregando letras de cambio.

Es así como solamente una parte del dinero de curso legal se encuentra en circulación, mientras que la mayor parte es dinero bancario, que debido a que se basa en que sólo una parte de éste es realmente convertible en dinero de curso legal¹⁴ su valor emana de la autoridad que lo respalda y de la confianza y fe (por eso es fiduciario) del público en general que lo acepta como medio de pago (por eso también es dinero símbolo)¹⁵.

1.2.2. El dinero como instrumento y activo financiero.

¹² Tanto el dinero mercancía como el dinero dirigido expresan su valor en términos de un patrón objetivo (en términos de una mercancía), la diferencia radica en que el primero representa efectivamente al mismo tiempo dicho patrón.

¹³ Keynes lo denomina en su Tratado del dinero como *Representative Money*.

¹⁴ El que el dinero en circulación sea mayor a la cantidad de dinero de curso legal se debe a la facultad del sistema bancario a crear dinero. Este proceso deriva de que el total de los depósitos que recibe el sistema no son exigidos totalmente por sus depositantes en forma simultánea, por lo que los bancos sólo tienen que retener una fracción de dichos depósitos en reserva mientras que a partir del resto expanden el crédito.

¹⁵ Hay que notar que los sistemas monetarios (nacionales e internacionales) se basan principalmente en estas denominaciones de dinero. El sistema monetario patrón oro, en donde el oro es el medio de pago general, se basa en la denominación de dinero - mercancía. Los subsiguientes patrones (pe. Oro - libra y oro - dólar) fueron sistemas monetarios de dinero dirigido. En la actualidad nos movemos en un sistema monetario de dinero fiduciario, debido a que, tanto el medio de pago internacional (el dólar), como los medios de pago nacionales (en nuestro caso el peso) no tienen una convertibilidad objetiva alguna y su valor emana de la autoridad que lo emite (El gobierno de los EE.UU., o el Gobierno mexicano). Por lo tanto, en la actualidad, el dinero bancario, que como vimos es fiduciario, tiene a la vez como respaldo dinero fiduciario creado por el estado.

En el primer apartado de este capítulo vimos las tres diferentes formas en las que una unidad deficitaria logra financiarse externamente para realizar su inversión (directa, indirecta y participaciones de capital). Sobre la base de dichas formas de financiamiento, en las que los superavitarios entregan dinero a los deficitarios recibiendo a la vez de estos un contrato de deuda, las unidades participantes generan los llamados instrumentos financieros (los contratos) que son:

- Un pasivo u obligación.
- Un activo o derecho.

El que este instrumento se considere como activo o pasivo depende del rol que juegue para cada agente que participa en la transacción de los recursos financieros. Es decir, en la forma de financiamiento externo directo, el agente superavitario entrega los recursos financieros al agente deficitario, el cual emite un instrumento financiero en el que se compromete a pagar el principal más los intereses establecidos entre ambas partes. En este caso, el instrumento es un pasivo para el emisor del mismo (el agente deficitario) y un activo para el agente superavitario que lo recibe.

En el caso de financiamiento externo indirecto el caso es similar, sólo que aquí en el proceso de transferencia de recursos se crean dos instrumentos diferentes: uno como activo para el depositante de recursos en el intermediario y como pasivo para éste. Otro, como activo para el intermediario y pasivo para la unidad que recibe los recursos.

En las participaciones de capital, en donde el instrumento financiero son acciones, éstas representan un pasivo para el emisor, y un activo para el que las posee.

El hecho es que estos instrumentos financieros, en mayor o menor grado, son utilizados por los agentes como medios de pago, es decir, como dinero, dependiendo de su grado de liquidez, que es su capacidad para convertirse en dinero, pero generalmente son utilizados debido a que con ellos se generan ganancias.

Es importante notar que los instrumentos financieros son a la vez pasivos y activos que, dadas sus características, se consideran como financieros. En términos generales se le designa a los instrumentos financieros como activos financieros (sin olvidar que a la vez representan un pasivo) debido a que como tal tiene la capacidad de mantener e incrementar la riqueza de su poseedor gracias a los intereses (o dividendos en el caso de las acciones) que dicho activo otorga.

Los activos financieros pueden de ser de tres tipos:

1. Directos: Aquellos que los emiten los agentes no financieros que necesitan recursos para financiar su inversión. Pueden ser empresas privadas, estatales o el mismo gobierno.
2. Indirectos: Estos los emiten las instituciones financieras.
3. Acciones: Son títulos emitidos por las empresas y cuya posesión le da derecho al tenedor a ser propietario de una parte de la empresa y, por ende, a recibir una porción

de los beneficios generados por ésta. E igualmente, en dado que la empresa reporte pérdidas, asume el riesgo de no recibir gratificación alguna.

Básicamente, los activos financieros se diferencian unos de otros de acuerdo a su grado de madurez (tiempo en que se vencen), el riesgo que tienen de recibir o no rendimientos, el monto por el que se suscribe el activo, y por su grado de liquidez, ya que sobre la base de estas características es como se define el rendimiento de cada activo. A mayor madurez riesgo y monto, mayores son los rendimientos que debe de recibir el activo y a mayor grado de liquidez menor rendimiento.

Es de hacer notar que los activos financieros a su vez pueden ser negociados entre las unidades superavitarias, que pueden ser empresas, individuos e instituciones financieras, esto, obviamente, lo realizan debido a la posibilidad de obtener ganancias con los instrumentos adquiridos en su forma tradicional (esperando a recibir los intereses o dividendos) o por medio de obtener una ganancia de capital, es decir, vender el activo por encima del precio por el que se adquirió. El mercado en el cual se negocian estos activos son los mercados financieros, los cuales tienen las siguientes clasificaciones:

A) Mercado primario: Es en el cual se negocian por primera vez los instrumentos financieros, es decir, en este mercado se realizan las colocaciones de las nuevas emisiones de los activos financieros y los recursos generados de su emisión y venta van directamente a las unidades emisoras.

B) Mercado secundario: En el mercado secundario se negocian todos los activos financieros ya existentes y por lo tanto tiene la función de otorgar liquidez a los poseedores de los activos.

C) Mercado de dinero: En éste se negocian todos los activos financieros cuya madurez es menor o igual a un año,

D) Mercado de capitales: Se negocian los activos financieros cuya madurez es mayor a un año.

E) Mercado Bursátil: En este mercado se da a conocer toda la información correspondiente a las transacciones realizadas.

F) Mercado de mostrador (*O.T.C.: Over the counter*): Mercado en el cual la información referida a las transacciones no se da a conocer públicamente.

En estos mercados se negocian toda una serie de activos financieros que, como ya vimos, se diferencian entre sí dependiendo de su madurez, monto, riesgo, liquidez y rendimientos esperados y a la vez del tipo de institución que los emite¹⁶. Y no hay que olvidar que los activos financieros le otorgan derechos a sus propietarios sobre los recursos monetarios o, incluso, reales (como es el caso de las acciones, cuyo valor adyacente es el capital real de una empresa) de los agentes que emitieron dichos instrumentos y recibieron a cambio de ellos una cantidad determinada de recursos monetarios.

¹⁶ Incluso hay que notar que existen ciertos activos financieros que no son negociables (como los bonos hipotecarios) y esto dependerá de quien lo emite y la forma en la que está realizado el contrato establecido.

1.2.3. Teorías sobre el dinero y la economía real.

1.2.3.1 Visión Ortodoxa.

La visión ortodoxa es una corriente de pensamiento económico que se basa en la teoría cuantitativa del dinero, la cual sostiene que un cambio en las existencias de dinero no afecta a las variables reales (producción, inversión, empleo) y únicamente afectan al nivel general de precios.

Esta concepción teórica tiene a la vez un sustento histórico. En la época colonial, tanto España como Portugal incrementaron notablemente la cantidad de moneda en sus economías debido a la gran importación de metales procedentes de sus colonias en América. Precisamente en esas fechas ambas economías experimentaron fuertes procesos inflacionarios. Los observadores de la época argumentaron que la inflación se debía al incremento de moneda en circulación en ambos países. A su vez, se consideraba que la riqueza de toda nación estaba en su población y en la cantidad de mercancías que producía y que el dinero sólo es un velo detrás del cual operan las fuerzas reales y cuya utilidad radicaba en su función de medio de cambio y en determinar los precios de las mercancías en términos monetarios. En cambio, los precios relativos de las mercancías¹⁷ eran determinados por las actividades reales (es decir, por la productividad).

Este razonamiento deriva en que el cambio en las existencias del dinero en circulación únicamente afecta a los precios monetarios, no a los precios relativos, y, por lo tanto, no afecta a las variables reales de la economía, argumento principal de la teoría cuantitativa del dinero.

Existen tres versiones sobre esta teoría: el Enfoque de transacciones (Corriente Fisheriana), el enfoque de saldo de caja (Corriente de Cambridge) y la visión moderna de Milton Friedman.

La Teoría Cuantitativa del dinero.

A) El enfoque transacciones (Corriente Fisheriana).

Esta corriente nace casi simultáneamente en Estados Unidos e Inglaterra en el siglo XIX expuesta por Irving Fisher y Alfred Marshall respectivamente dando como resultado la ecuación de intercambio, que, definida por Fisher, representa la siguiente igualdad:

$$M \cdot V = P \cdot T$$

Donde:

M = Existencias de dinero.

V = Velocidad con la que circula el dinero.

P = Nivel de precios agregados.

¹⁷ El precio de una mercancía en términos de otras.

T = Número de transacciones hechas en el curso de tiempo de un período dado.

La ecuación de intercambio es una identidad y no representa una causalidad debido a que como tal sólo significa que el total de compras ($M \bullet V$) debe igualar el total de ventas ($P \bullet T$)¹⁸. Sin embargo, bajo algunos supuestos, la ecuación de intercambio se puede utilizar como una teoría de causa y efecto. Los supuestos son:

- V es estable en el corto plazo, inclusive con una tendencia a mantenerse estable en el largo plazo.
- T es estable en el corto plazo, aunque en el largo plazo, tiende a crecer con el crecimiento de la economía.
- La oferta de dinero es exógena.

Debido a estos tres supuestos, la ecuación de intercambio deja de ser una simple identidad para pasa a ser una teoría en la cual, un cambio en la cantidad de M afecta directamente al nivel de precios:

$$P = M \cdot \left(\frac{V}{T}\right) \quad \text{ó} \quad M = P \cdot \left(\frac{T}{V}\right)$$

$V = \text{constante}$

$T = \text{constante}$

$$P = f(M)$$

En donde la relación entre M y P es directa, por lo tanto, ante un incremento de M , únicamente existirá un incremento proporcional en P , es decir, sólo se afectan los términos nominales mientras que los reales se ven inalterados.

A su vez, la teoría cuantitativa del dinero, asegura que se cumpla la Ley de Say, definida por Davidson como sigue:

“La única explicación del por qué la gente produce, es decir proveen de mercancías al mercado, es la obtención de ingreso. Se supone que las actividades relacionadas con la generación de ingreso proveniente de actividades productivas son desagradables. Entonces, las personas trabajan sólo si pueden obtener suficiente ingreso para comprar productos hechos por otros que les genera placer (utilidad) para compensar el desagrado de trabajar en actividades productivas. Si las personas son maximizadores de utilidad racionales, todo el ingreso devengado en el mercado, por la venta de sus productos y servicios, es gastado en la compra (demanda) de productos generados por otros. Esta ley supone que las depresiones ni las recesiones NO pueden ocurrir. El propio acto de producir genera suficiente ingreso y demanda para la compra de todos los bienes

¹⁸ V es el uso que se le da a M para realizar T y T equivale a las mercancías vendidas a precios P utilizando M , y a la vez P es un índice de precios de T cuando se venden utilizando M .

*producidos. Los empresarios que buscan ganancias siempre pueden encontrar demanda suficiente para la producción generada por los trabajadores*¹⁹.

La ley de Say implica, por tanto, que todo el dinero que se recibe como ingresos, derivados de actividades productivas, es gastado en la compra de bienes y servicios, es decir, todos los ingresos se gastan y todo lo que se produce se vende. De ahí la identidad representada por la ecuación de intercambio.

C) El enfoque de saldo de caja (Corriente de Cambridge).

Ante las dificultades para conocer estadísticamente el valor de T ésta se reemplazó por el ingreso real Y , expresando la ecuación de intercambio de la siguiente forma:

$$M \cdot V = P \cdot Y$$

En donde M , V y P representan los mismos valores que en la versión de Fisher, mientras que Y representa la producción física de los bienes reales²⁰. Marshall redefine la ecuación considerando el valor $k = 1/V$ y al ingreso nominal $y = P \cdot Y$ y por lo tanto:

$$M = k \cdot y$$

Y considerando los mismos supuestos (M exógeno y V y, en este caso, Y constantes) llega a la misma conclusión que Fisher.

Sin embargo Marshall llegó más allá debido a que llegó a afirmar que el público desea mantener poder adquisitivo no sólo para la compra de bienes y servicios (Y) a precios P , sino que además, puede mantenerlo en forma de activos financieros y por lo tanto:

$$M' = k \cdot y + k'A$$

En este caso, M no sólo representa dinero de curso legal, sino que se incluye en éste los activos financieros en poder del público (A) y que a la vez también tienen una velocidad de circulación (k'). Y por lo tanto, ante un cambio en M , tal vez no se tenga un efecto en el nivel general de precios, afectando en vez de a P (precios) a A (activos financieros en poder del público). Sucediendo a la vez, que existieran variaciones en P sin alteraciones en M debidos a cambios en A .

Las principales diferencias entre ambas posiciones radican en que el enfoque de Cambridge se tiene una visión en términos de stock, mientras que el enfoque de transacciones es en términos de flujos generando las diferencias mencionadas.

D) Visión moderna (Milton Friedman)

¹⁹ Citado en Levy, Noemí. *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión en México 1960-1994*. Tesis doctoral, UNAM Facultad de Economía 1998.

²⁰ Y por ende, $P \cdot Y$ representa el concepto de producto nacional bruto a precios constantes.

Este enfoque incorpora la idea de que el dinero no sólo es un medio de pago sino que también es utilizado como un activo financiero y por lo tanto compite con otras formas de riqueza, pero a la vez esta visión retiene las características del enfoque clásico de la ecuación de intercambio.

Milton Friedman combina en su análisis del dinero los aspectos teóricos y empíricos y sostiene que es necesario que se realice un estudio sobre las existencias del dinero si es que se quiere comprender completamente el funcionamiento de una economía.

Este enfoque basa su análisis en el estudio de la demanda de dinero que, como ya mencionamos, compite con otras formas de riqueza, que según Friedman puede asumir cinco formas diferentes:

1. Dinero.
2. Valores de renta fija (bonos), los cuales, como su nombre lo indica, tienen un rendimiento monetario constante.
3. Valores de renta variable (acciones).
4. Activos físicos no productivos que funcionan principalmente como depósitos de valor.
5. Capital humano.

El dinero compite con estas distintas formas de riqueza según Friedman por:

- Los rendimientos que éstas devengan. El rendimiento del dinero generalmente se considera nulo a menos que se encuentren depositados en una institución bancaria que pague interés, e incluso puede ser negativo en caso de que la inflación supere el interés que paga el banco o en el caso que éste cobre comisión por manejo de cuenta. El rendimiento de los valores de renta fija (rb) está determinado por el nivel de la tasa de interés que pagan y por el cambio en el precio de sus cotizaciones que pueden ofrecer una ganancia de capital. El rendimiento de los valores de renta variable (re) está determinado por el rendimiento real que se espera (tomando en cuenta las variaciones en los precios) y las posibles ganancias de capital. El rendimiento de los activos físicos no productivos depende del rendimiento en especie que generen y del aumento o disminución en sus precios. A su vez, el capital humano otorga rendimientos, según Friedman, iguales a la proporción del ingreso que genera dentro del ingreso total.

- Las preferencias de los inversionistas²¹.
- La cantidad de riqueza en la economía definida por el nivel de ingreso Y .

Dados estos factores la demanda de dinero queda como sigue:

$$\frac{M}{P} = f(rb, re, \frac{dP}{dt}, Y, w, u)$$

Donde:

²¹ Las cuales que se consideran constantes.

M/P = cantidad real de dinero demandada²².

rb = tasa de interés de los bonos.

re = tasa de interés esperada sobre acciones.

$\frac{dP}{dt}$ = Tasa de cambio de los precios.

Y = Nivel de ingreso.

w = Rendimiento del capital humano = $\frac{W}{Y}$

u = Término estocástico que determina los elementos no contemplados explícitamente.

Para considerar a esta teoría como modelo de determinación de precios o el ingreso es necesario re escribir la ecuación como:

$$P = v(rb, re, \frac{dP}{dt}, Y, w, u)M$$

$$v = \frac{1}{f}$$

Considerando a rb , re , dP/dt , Y , w y u como dados e independientes de P y M , y a la vez M es exógena, entonces tenemos que M determina a P sin tener efectos sobre las variables reales de la economía²³, siempre y cuando el nivel de Y sea el de pleno empleo. Esta última afirmación es de suma importancia en el análisis de Friedman, y en general en toda la visión ortodoxa, debido a que acepta que si la economía no se encuentra en el nivel de pleno empleo entonces pueden existir otros 2 efectos alternos:

- a) El incremento en M puede inducir a la compra de valores de renta fija o variable incrementando la demanda de estos instrumentos por encima de su oferta lo que hace crecer su precio y reducir su tasa de rendimiento²⁴.

²² Se menciona que es la cantidad real de dinero demandada debido a que Friedman hace la distinción entre dinero nominal, el que existe en la unidad de cuenta y es utilizado por un país en particular, y el dinero real, el cual es la influencia que tiene el dinero sobre los bienes reales y el cual es dividido entre el índice de precios.

²³ Es importante hacer notar que para que la teoría de Milton Friedman pueda ser una teoría para determinar el nivel de P es necesario a la vez que los precios sean flexibles, conocer el ingreso real y que las tasas de interés que dan los valores de renta fija y variable estén dadas por términos reales. A la vez, estos supuestos nos llevarían al equilibrio en el largo plazo dónde la oferta de dinero es igual a la demanda.

²⁴ Recordando que existe una relación inversa entre el precio de los valores y la tasa de interés que estos pagan. Por ejemplo: Si el precio del valor es de 100 unidades monetarias y rb toma un valor del 10%, este valor al final de su maduración dará un rendimiento de 10 unidades monetarias. Si por algún motivo hay un

alza de la tasa de interés a 20%, entonces el valor se vende a un precio de $pb = \frac{100 * 0.1}{0.2} = 50$ unidades

monetarias, para que éste mantenga un rendimiento de unidades monetarias. El movimiento también se da a la inversa dando en tal caso una ganancia de capital al dueño inicial del valor. A la vez, es importante notar que Friedman en su análisis termina por no considerar a las ganancias de capital en su función de demanda de dinero debido a que considera estables rb y re por lo que los valores no tienen variaciones en los precios eliminando de esta manera la posibilidad de obtención de las ganancias de capital.

- b) Se puede incrementar la demanda de bienes y servicios, si hay pleno empleo en la economía, entonces la oferta no podrá responder al incremento de la demanda, generando inflación. En cambio, si no hay pleno empleo, entonces el incremento de la demanda será cubierto por un incremento en la producción hasta el nivel en dónde oferta igual a demanda. En este caso no hay un incremento en los precios, en lugar de dicho efecto nos encontramos con un incremento en el nivel del producto real.

Por lo tanto, el efecto de M sobre P tiene una estrecha relación con el nivel existente en Y y si éste es o no el de pleno empleo.

1.2.3.2 Visión Keynesiana.

No cabe duda que uno de los economistas que más ha influido en el pensamiento económico en el siglo XX es Jhon Maynard Keynes. La aparición de este personaje en la historia marcó todo un cambio en nuestra ciencia de estudio y ha sido una de las fuentes más rica de ideas que ha nutrido innumerables aportaciones y estudios desde su aparición. Las aportaciones de Keynes nacen de una crítica que él hace con respecto al modelo del cual él aprendió economía: el modelo clásico.

En el año de 1929 el capitalismo sufrió lo que en ese entonces se conoció como la mayor crisis en su historia. Bajo este contexto el modelo clásico no explicaba lo que se observaba en la vida real. Este modelo enfatizaba, entre varias cosas, que no existe el desempleo involuntario y que a una baja de los salarios reales tiene que venir un incremento en el nivel de empleo. Sin embargo, en la realidad de la época aunque decrecía el nivel de los salarios reales, también el nivel de empleo observaba un decrecimiento por lo que se hace necesario una revisión a la teoría clásica²⁵.

Realizar una revisión completa del planteamiento keynesiano sale de los objetivos del presente trabajo de investigación por lo tanto nos enfocaremos a resumir y a destacar los puntos importantes con respecto al objetivo del presente capítulo, la función del dinero en una visión keynesiana, y, en la siguiente sección, el estudio de la tasa de interés.

Como introducción podemos destacar que, a diferencia de los modelos ortodoxos, para Keynes, el dinero no es neutral en la economía, es decir, si influye a la variables económicas, tanto en forma directa como en forma indirecta (a través de la tasa de interés) y esto se debe a que Keynes introduce a su estudio dos variables sumamente importantes que cambian radicalmente los puntos de vista entre una teoría y otra: las expectativas y la incertidumbre. Además de que Keynes realiza su estudio reconociendo plenamente al dinero como un activo financiero enalteciendo su función como deposito de valor y el hecho de que es una mercancía especial diferente al resto y los cambios en su demanda puede acelerar o frenar el crecimiento económico.

²⁵ Para ver una crítica completa de Keynes al modelo clásico ver el capítulo 2 del libro Andjel, Eloisa. **Keynes: Teoría de la demanda y del desequilibrio**. UNAM, Facultad de Economía, México 1998.

Debate sobre la neutralidad del dinero.

Es de hacer notar que en sus primeras obras Keynes tiene una visión ortodoxa con respecto al dinero y su neutralidad. En cambio, el Keynes de 1936, año en el que se publica la "Teoría General de la ocupación el interés y el dinero", hace un estudio en el cual lo que le preocupa fundamentalmente es el nivel de producto real, la producción, la demanda y el nivel de empleo, y en la determinación de estas variables el dinero pierde su neutralidad y pasa a ser un factor relevante en la actividad real de la economía.

El punto central en la no-neutralidad del dinero en Keynes radica en el estudio de la preferencia por la liquidez (demanda de dinero). Según Keynes, un incremento en la oferta monetaria no necesariamente traerá consigo un incremento en los precios, según Keynes, esto sólo será posible si se cumple con que la elasticidad de la oferta con respecto a la demanda sea cero (hay pleno empleo) y si el incremento de la demanda es igual al incremento en la cantidad de dinero, esto último está determinado por la preferencia de la liquidez y la forma en la que Keynes la define y a la introducción de la incertidumbre y las expectativas.

Keynes introduce explícitamente tres motivos para demandar liquidez (transacción, precaución y especulación), mientras que varios autores post keynesianos (Davidson y Minsky especialmente) incorporan un cuarto motivo, el de financiamiento. Hay que tomar en cuenta que Keynes no pasa por alto este motivo, pero lo omite debido a que considera al motivo especulación como más importante en su análisis.

Para entender correctamente porque Keynes no considera al dinero como neutral es importante destacar en primera instancia como los motivos transacción, precaución, especulación y financiamiento afectan a la demanda de dinero (preferencia por la liquidez) para después pasar a ver las propiedades del dinero como unidad de cuenta y depósito de valor y como es que un incremento en las preferencias por la liquidez afecta a la demanda efectiva y desde ahí al sector productivo.

La Preferencia por la Liquidez (demanda de dinero).

El planteamiento keynesiano incorpora cuatro motivos por los que se demanda dinero:

- a) Motivo Transacción. Se refiere a la demanda de dinero que se crea con el fin de satisfacer los intercambios de bienes y servicios en la economía (compra - venta) y está en función del nivel de ingreso (Y) en forma directa.
- b) Motivo Precaución. Este motivo está ligado fuertemente al concepto de incertidumbre que significa que los agentes económicos no conocen con certeza alguna lo que va a suceder en el futuro y no hay forma de calcular probabilísticamente lo que puede suceder²⁶. Por este hecho, los agentes económicos

²⁶ A diferencia de la visión ortodoxa que considera que si es posible realizar una estimación de probabilidad sobre lo que puede suceder en el futuro reemplazando de esta manera el concepto de incertidumbre por el de riesgo lo que lleva a ambas teorías a diferentes resultados.

demandan dinero con el fin de prevenir y “*atender las contingencias que requieran gastos repentinos y las oportunidades imprevistas de compras ventajosas, así como conservar un activo cuyo valor es fijo en términos monetarios para responder a una obligación fijada en dinero*”²⁷.

- c) **Motivo Especulación.** Al considerar Keynes al dinero como un activo, reconoce que con éste se pueden generar ganancias y, por ende, es demandado con este fin en su forma de activo financiero (valores o bonos). Es así como, la demanda de dinero, como activo, se ve influenciada por el precio de los bonos y por la tasa de interés. Keynes resalta que principalmente se especula para obtener ganancias de capital y lo que se busca como especulador es “ganarle tiempo al tiempo” previendo lo que puede suceder en el futuro, es decir, creando expectativas de como va a variar la tasa de interés y, desde ahí, el precio de los bonos.
- d) **Motivo Financiamiento.** Una diferencia del planteamiento keynesiano con la teoría ortodoxa es que incorpora al análisis de la demanda de dinero al motivo financiamiento de forma independiente del motivo transacción. Los ortodoxos consideran que la demanda de dinero con el fin de financiar la inversión es parte del motivo transacciones. En cambio, Keynes y, en especial, los teóricos post keynesianos, la consideran en forma independiente debido a que la demanda de dinero para realizar la inversión puede influir en el nivel de la tasa de interés o puede ser neutralizada con un incremento de la oferta monetaria.

Los motivos transacción y precaución estaban ya incluidos en las visiones ortodoxas las cuales resaltan el motivo transacción como el motivo principal para demandar dinero. El aporte de Keynes se encuentra en el motivo especulación y financiamiento considerando a estos dos factores como los principales motivos que afectan a la demanda de dinero, debido a que los motivos transacción y precaución son, por lo general, estables.

La parte a resaltar en el planteamiento Keynesiano es que la introducción de la incertidumbre puede modificar esencialmente los motivos por los cuales se demanda dinero. Si la incertidumbre en la economía aumenta, entonces los agentes productivos incrementarán su demanda de dinero, el motivo precaución se convierte en decisivo en la actividad económica debido a que, con incertidumbre, los agentes tienden a incrementar su preferencia por la liquidez y atesoran su dinero (el dinero como depósito de valor) con el fin de prevenir contingencias futuras, es aquí cuando el dinero toma relevancia dentro de su actuar en su influencia sobre la economía real debido a sus siguientes propiedades económicas:

- **Elasticidad de producción igual, o muy cercana, a cero.** Esto indica que cuando hay un incremento en la preferencia por la liquidez, el incremento en la demanda de dinero no crea a su vez un incremento adicional en la demanda de recursos productivos como sucede con otro tipo de bienes. Esto es debido a que la producción del dinero no necesita de grandes insumos y fuerza de trabajo para realizarse, por lo

²⁷ Keynes, J. M. **Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero.** F.C.E. México 1965.

tanto, al incrementar la demanda de dinero y disminuir a la vez la demanda de bienes y servicios, se crea desempleo de factores productivos.

- Elasticidad de sustitución igual o cercana a cero. No existen otras mercancías con las cuales se sustituya al dinero, por lo tanto, ante un incremento en el precio del dinero (tasa de interés) no se demanda otro bien sustituto, y a la vez, si se incrementa su demanda como depósito de valor, al no haber bienes sustitutos del dinero, no genera una demanda que incremente el empleo de factores productivos.
- El costo de transferir el dinero de su función de medio de cambio a depósito de valor es cero.

Por lo tanto hay que notar que en un mundo incierto el dinero en su función de depósito de valor toma una gran importancia debido a que si se incrementa la incertidumbre se demandará dinero con el fin de atesorarlo (precaución) y, por lo tanto, no todos los ingresos monetarios son gastados además de que la demanda de dinero, debido a sus propiedades, no genera demanda de factores productivos, rompiendo de esta manera la Ley de Say, que, como vimos anteriormente, se basa en que todos los ingresos son utilizados en la compra de bienes y servicios. El atesoramiento (diferir el consumo presente al futuro) provoca que la demanda de bienes y servicios sea menor a la oferta lo que generara que los agentes productivos reduzcan la oferta y con ello el nivel de producción, creando de esta forma desempleo y reducción del nivel de ingreso real, debido a que se ha incrementado la demanda de una mercancía con elasticidad de producción y de sustitución igual o cercana a cero.

Ahora bien, si hay un incremento en la oferta monetaria esto no necesariamente genera un incremento proporcional en el nivel de precios desde la perspectiva keynesiana. En el análisis keynesiano este aumento de oferta monetaria (mayor liquidez en la economía) puede tener efectos positivos si es que éste se utiliza para el motivo transacción (las expectativas sobre el futuro son favorables), lo que implica un aumento de demanda de bienes y servicios que alienta a los empresarios a incrementar la producción y con esto aumenta el empleo de factores productivos, el nivel del producto y de ingreso de la economía.

Por lo tanto, en la visión keynesiana, el dinero no es neutral, éste puede acelerar o frenar la actividad económica en función de las expectativas de los agentes económicos sobre el futuro. Si las expectativas son malas entonces se incrementará el motivo precaución, deteniendo la actividad económica, en cambio, si las expectativas son favorables entonces lo que se estimula es el motivo transacción y se acelera así la actividad económica. Por lo tanto en esta visión tanto la incertidumbre como las expectativas juegan un papel importante al igual que el reconocimiento del papel del dinero como depósito de valor por encima de su función como medio de cambio y medio de pago, planteamiento muy diferente al de la visión ortodoxa donde la eliminación de la incertidumbre como parte del análisis y el reconocimiento del motivo transacción como función principal del dinero, así como el supuesto de que todo ingreso monetario se gasta, elimina la neutralidad del dinero y valida la Ley de Say, mientras que en el keynesianismo, aparece la posibilidad del sub consumo y el rompimiento de la igualdad entre oferta y demanda.

Tampoco hay que olvidar que, a la vez, la demanda de dinero y el motivo especulación tienen una fuerte influencia sobre la tasa de interés y desde ahí el dinero también afecta al sector productivo en forma indirecta, punto que veremos en la sección 1.3.

1.2.3.3 Visión Marxista.

El estudio marxista del dinero es una de las posiciones más interesantes que hay respecto al tema. No hay que olvidar que Karl Marx hace todo un estudio de como es que funciona el sistema de producción capitalista, lo analiza desde el fondo de su funcionamiento en el sector producción (Tomo 1), para después pasar a analizar el proceso de circulación (Tomo 2), y luego terminar con el proceso global de la producción capitalista, producción y circulación actuando como un todo (Tomo 3).

Lo que nos interesa a nosotros en este apartado es el análisis de como ve Marx al dinero en sus funciones económicas, hemos mencionado que es una de las posiciones más interesantes debido a que a partir de la exposición de lo que es una mercancía y el análisis de la mercancía dinero Marx construye todo su argumento posterior sobre la mercancía fuerza de trabajo²⁸, la teoría del plus valor y la explotación, la acumulación del capital, los esquemas de reproducción, la ley decreciente de la tasa de ganancia y la transformación de ésta en interés, ganancia comercial y en renta de la tierra.

Análisis de la Mercancía.

Según la teoría marxista, la mercancía es un producto del trabajo del hombre que ha sido generado con el fin de satisfacer las necesidades humanas de cualquier tipo. Para Marx, el primer elemento que constituye a una mercancía es su valor de uso, que es precisamente el valor que éstas tienen para satisfacer necesidades, ya sean del cuerpo o espirituales. Otra característica natural de las mercancías es que son producto del trabajo humano y, por lo tanto, son portadoras de valor.

Tanto el valor de uso como el valor son las formas naturales de todo producto del hombre. Todo lo que el hombre genera tiene tanto valor de uso como valor, no importando que dicho producto sirva para satisfacer las necesidades propias del productor o que haya sido creado con el fin de satisfacer necesidades de otros agentes económicos. Bajo este contexto no hay que olvidar que el valor encerrado en los productos del hombre lo constituye fuerza de trabajo, pero para cada producto el trabajo empleado para su producción es cualitativamente diferente en tanto que los productos satisfagan diferentes necesidades, es decir, tienen diferentes valores de uso.

Sin embargo, Marx analiza a una sociedad mercantil, la cual se basa en la división social del trabajo y dónde cada productor genera un valor de uso que en realidad no es valor de uso para él, es decir, al propio productor de la mercancía ésta no le genera ninguna satisfacción y, por lo tanto, se tiene que enfrentar a otros productores que crean otros tipos de valores de uso mediante un trabajo cualitativamente diferente al suyo con el fin de realizar un intercambio de mercancías. Así, los productores se enfrentan entre sí con el

²⁸ Mercancía creadora de valor.

objetivo de realizar intercambios de valores de uso. En tanto que el producto del trabajo se genera con el fin de intercambiarse en un mercado, es como se constituye como una mercancía.

Es así como las mercancías, a la vez de tener valor de uso y valor, también tienen un valor de cambio²⁹, valor que expresa los términos de intercambio entre mercancías. Dado que las mercancías, en la forma más simple de intercambio, se cambian por otras mercancías, éstas tienen que expresar su valor en términos de las otras mercancías existentes. Es decir, siguiendo el ejemplo de Marx, una chaqueta vale 20 varas de lienzo (1 chaqueta = 20 varas de lienzo), y así la chaqueta expresa su valor de cambio en términos de las varas de lienzo. Esto nos indica que una mercancía sólo puede expresar su valor en términos de otra. No podemos decir que una chaqueta vale una chaqueta, esta igualdad no nos indica nada ni nos expresa el valor de la mercancía chaqueta.

Pero, ¿qué es lo que nos permite comparar dos mercancías diferentes?, Obviamente para poder realizar una comparación entre dos objetos diferentes debemos de encontrar formas comunes en ambos para poder realizar la comparación correspondiente. No podemos realizar la comparación sobre la base del valor de uso, debido a que para que las mercancías sean intercambiables deben tener un valor de uso diferente y si realizamos esta comparación caemos en una visión subjetiva del valor en donde para cada ser humano el valor de x o y mercancía será diferente sobre la base de las diferentes necesidades de cada quien. Es por ello que para que las mercancías sean comparables hay que reducirlas a la misma unidad y , por ende, sólo en cuanto a que todas las mercancías son producto del trabajo humano socialmente necesario (son valores) es que se pueden comparar.

Es así como una mercancía A puede expresar su valor en términos de una mercancía B , la cual se convierte en el espejo del valor de A , es decir, que A ve reflejado su valor en B . Es por ello que ahora si podemos decir que una chaqueta vale 20 varas de lienzo, que nos indica que el trabajo contenido en una chaqueta es el mismo que el que contienen 20 varas de lienzo. Por lo tanto, el valor relativo de una mercancía (el valor que tiene en términos de otra) puede cambiar cuando cambia el tiempo de trabajo socialmente necesario en que se produce dicha mercancía o cambia el valor de la mercancía en la cual se expresa la primera³⁰.

Cuando una mercancía A expresa su valor en términos de una mercancía B , se dice que B es utilizado como equivalente. Al tomar a B como equivalente lo que hacemos es tomar a un trabajo concreto para que manifieste (sea el reflejo de) el trabajo abstracto. En la expresión de A en B , A sirve como valor de uso, en tanto que B es utilizado como valor de cambio.

Marx a la vez reconoce que A puede ser expresado en innumerables mercancías diferentes a ella lo que complica las expresiones del valor y los procesos de intercambio, al mismo

²⁹ Para Marx la mercancía toma su forma natural como valor y valor de uso, el valor de cambio de una mercancía es una forma propia pero no natural de la misma.

³⁰ Los cambios en los valores de las mercancías están en función del avance en las fuerzas productivas que hace que cambie el tiempo en el cual se produce una mercancía, así como el trabajo que se emplea en la producción.

tiempo, acepta que podemos tomar una sola mercancía y usarla como equivalente y representante del valor del resto de las mercancías, es decir, pasar de la manera simple de expresión del valor a la manera general³¹ y es así como “una mercancía sólo alcanza la expresión general de valor porque, simultáneamente, todas las demás mercancías expresan su valor en el mismo equivalente...”³².

Por lo tanto, cualquier mercancía puede ser utilizada como un equivalente general, pero la clase específica de mercancías en cuya forma natural se utilizan socialmente como la forma de equivalente general es la mercancía dineraria, o se dice que dicha mercancía funciona como dinero.

La mercancía dinero.

Es común que el valor de una mercancía se exprese en términos de dinero, sin embargo, es importante conocer como es que surge dicha forma dineraria y es por ello que en primera instancia se hace el análisis de como las mercancías expresan su valor entre ellas en términos a las cualidades que las distinguen, es decir, en la forma más simple de expresión del valor para así llegar a su expresión en términos de dinero, o, en palabras de Marx: “*El enigma que encierra el fetiche del dinero no es más que el enigma, ahora visible y deslumbrante, que encierra el fetiche de la mercancía*”³³, es decir, lo importante es ver porque una mercancía es dinero y no al contrario.

Una mercancía se hace dinero cuando su carácter general se convierte en una función específicamente social de una mercancía apartada especialmente para realizar las funciones de equivalente general. Es de esta forma como el dinero nace como un producto necesario para el intercambio de mercancías. Con el desarrollo mercantil se necesitan mercancías cuyo valor de uso sea servir como valor de cambio, esta mercancía es el dinero. Esta función recae en mercancías adecuadas por su naturaleza para desempeñar el papel de equivalente general.

Es así como el dinero se utiliza para la circulación (metamorfosis) de las mercancías:

M - D - M'

En dónde:

M = Mercancía a.

D = Dinero.

M' = Mercancía b.

Y $M \neq M'$

³¹ En la misma forma en que una mercancía tiene que expresar su valor en términos del resto de mercancías existentes, en la forma general se toma a una mercancía para realizar la función de equivalente general la cual expresa el valor de todas las mercancías en términos de ella.

³² Marx, Karl. “El capital” Volumen I. Editorial Siglo XXI. México 1996.

³³ Marx, Karl. “El capital” Volumen I. Editorial Siglo XXI. México 1996.

Mediante el proceso de venta (M se transforma en D) y compra (D se transforma en M') es como los agentes económicos satisfacen sus necesidades e intercambian las mercancías que no les son de utilidad por otras que si tienen un valor de uso para ellos. En este aspecto, el D funciona como un eslabón que une al proceso de metamorfosis de M a M'. Es decir, que aquí el dinero se utiliza con el fin de "vender para comprar". En este aspecto, el dinero se utiliza como medio de cambio. A la vez, Marx reconoce que el dinero puede ser utilizado con el fin de atesorarlo y de esta forma el proceso M - D - M' se rompe, quedando únicamente en M - D.

Al mismo tiempo, siguiendo en el análisis del dinero, Marx introduce lo que él llama como dinero crediticio. En su planteamiento Marx reconoce que el proceso de compra - venta no tiene por que realizarse de inmediato, esto debido a que existen mercancías cuya producción toma tiempo y entonces, para realizar la venta, el comprador no paga efectivamente con dinero, sino que paga mediante un "contrato jurídico", el cual, puede ser intercambiable por dinero al momento en que reciba la mercancía que solicitó. Sin embargo, es importante hacer notar, que el vendedor de la mercancía, a su vez, tiene la necesidad de adquirir las mercancías que necesita³⁴, y para ello necesita de dinero. Es por ello que en este caso el "contrato jurídico" que enlaza a ambos, comprador y vendedor, es utilizado por este último como un medio de pago contra otros vendedores y, por lo tanto, es utilizado como dinero y estos contratos de deuda son una nueva palanca en la economía de los medios de pago. A su vez, con el desarrollo de estos contratos se hacen necesarias una serie de instituciones de compensación que los adquieran y los transformen en dinero efectivo mediante operaciones de descuento³⁵.

El dinero como capital.

El punto central del planteamiento marxista del análisis del dinero es llegar a su utilización como capital. Entendiendo como es que el dinero es capital es como Marx entiende al capitalismo y realiza todo su planteamiento posterior. Marx encuentra en la circulación de mercancías la primera forma de manifestación del capital en el momento en que surge el dinero.

El dinero, en cuanto capital, sólo se distingue del dinero como tal en que ambos tiene una forma distinta de circulación:

- Metamorfosis de las mercancías (circulación del dinero en cuanto tal o circulación mercantil): M - D - M
- Circulación del dinero como capital: D - M - D

³⁴ Ya sean éstas para satisfacer sus necesidades o para la producción de la mercancía solicitada.

³⁵ Aquí Marx, en su obra original, ya nos empieza a hablar sobre las crisis financieras (dinerarias en sus palabras), que a su consideración, estallan en el momento en que los mecanismos de compensación y la circulación de los contratos jurídicos utilizados como medios de pago se ve súbitamente frenada. Regresaremos más adelante en este punto, tema central de nuestra tesis.

Es decir, el dinero, es capital en tanto que se cumpla que con ese dinero se busca conseguir dinero.

En la primera fórmula, la del dinero en cuanto tal, éste es utilizado para mediar la transacción de mercancías, se vende con el fin de realizar una compra posterior que permita al agente deshacerse de una mercancía y obtener otra de diferente valor de uso. Aquí el dinero únicamente es utilizado como medio para un fin y es el eslabón que enlaza la cadena de la metamorfosis y circulación de las mercancías.

En cambio, cuando el dinero se utiliza como capital se realiza una compra con el fin de vender posteriormente, el dinero se cambia por una mercancía para que ésta sea después intercambiada por dinero nuevamente. En el caso de la circulación mercantil, una mercancía se cambia por otra mercancía con intermediación del dinero, en el caso del dinero como capital, es éste el que se cambia por dinero con la intermediación de una mercancía: dinero por dinero.

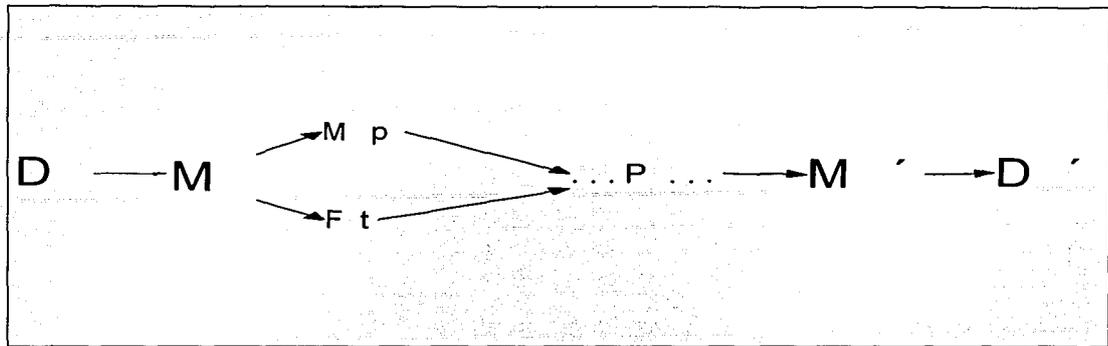
Salta a la vista que este proceso sería absurdo si es que el dinero recibido al final del proceso es menor o igual al que se tiene al principio. En el caso de la circulación mercantil, se obtiene el beneficio de obtener una mercancía b que va a satisfacer una necesidad, es decir, hay un intercambio de valores de uso, en cambio, en la circulación del capital, el valor de uso que se obtiene en el intercambio es el mismo, tienes un valor de uso que sirve como medio de cambio y obtienes uno igual y por ende, si en $D - M - D$ no hay un cambio cualitativo entonces debe de existir un cambio cuantitativo:

$$D - M - D'$$

En dónde $D' = D + \Delta D$, es decir, a la suma de dinero inicial más un incremento sobre éste.

En este caso, el dueño inicial del dinero tiene que hacerse de una mercancía M cuya principal característica sea que es capaz de incrementar su valor en un transcurso determinado de tiempo, con el fin de venderla después a un valor mayor y, por lo tanto, recibir una cantidad mayor de dinero, bajo el supuesto de que las mercancías se intercambian a su valor.

Como se vio anteriormente, la única forma de crear valor es por medio del trabajo y, por lo tanto, la mercancía que logra que este ciclo se cumpla es la mercancía fuerza de trabajo. Por lo tanto, en realidad en la primera fase del ciclo se compran dos mercancías, materia prima (medios de producción) y fuerza de trabajo, que transformará la materia prima e incorporará valor a ésta, y así se podrá vender a un precio más alto. Así, el ciclo queda como sigue:



En donde con D se realiza la compra de M (materias primas y fuerza de trabajo), que entran al proceso productivo para generar M' con la cual se hace la venta para obtener D'.

Es a partir de la definición del capital y al proceso anteriormente descrito como Marx desarrolla toda su exposición subsecuente.

Hay que tomar en cuenta que en el caso inicial, Marx se refiere al proceso con el cual el capital productivo crea su ganancia (pasa de D a D' mediante un proceso productivo definido en "... P..."). Al seguir en su exposición del capitalismo nos llega a describir el proceso del capital comercial: D - M - D'. En este caso el capital no pasa por un proceso productivo y la forma en la que se incrementa el dinero es mediante el proceso de comprar barato y vender caro. A su vez, aparece el capital financiero cuyo ciclo es aún más corto: D - D'. En este caso, la mercancía que se intercambia es el mismo dinero. No hay que olvidar que en toda su exposición Marx mantiene al capital productivo como el más importante, ya que de éste es de donde se desprende, tanto la ganancia productiva, como la ganancia comercial y financiera, es decir, estas últimas dependen de la primera y solamente existen en cuanto ésta existe.

Por lo tanto, para Marx, el dinero en la economía sirve como medio de cambio, medio de atesoramiento, medio de pago (dinero crediticio) y, especialmente, como capital (en sus diferentes formas), que es lo que define al sistema de producción capitalista.

1.3. El estudio de la tasa de interés.

La tasa de interés es un concepto teórico complejo y cada teoría tiene una visión particular de la misma. Se puede decir que la tasa de interés representa el costo del dinero y, a la vez, es una herramienta de política económica. La tasa de interés representa una ganancia o rendimiento para los ahorradores y dueños de los activos financieros, así como un costo para los agentes productivos que han decidido financiarse con recursos externos. Así, la tasa de interés también es considerada como una herramienta de política monetaria por parte de las autoridades debido a su influencia sobre la inversión, el nivel de ingreso, el tipo de cambio, los precios, la balanza de pagos y los activos financieros.

Es por ello que este apartado lo dividimos en cuatro para comprender de una manera más completa lo que es la tasa de interés y su función en un sistema económico. Estos apartados son: la definición de la tasa de interés; las teorías sobre la determinación de la tasa de interés; la relación de los activos financieros con la tasa de interés y, por último, la relación de ésta con otras variables económicas claves.

1.3.1. Definición de la tasa de interés.

A lo largo de este trabajo de investigación hemos mencionado que el dinero es una mercancía y como tal, también puede ser negociable en un mercado, ya sea en su propia expresión como dinero o como un activo financiero. Como toda mercancía, el dinero tiene un precio, el cual está definido como la tasa de interés. Es así como la tasa de interés representa una ganancia para el prestamista de los recursos financieros y un costo (costo financiero) para el prestatario.

Existen tres razones básicas por las cuales un agente superavitario cobra un interés al ceder sus recursos:

- El prestamista al desprenderse del consumo inmediato y trasladarlo al futuro tiene que mantener el poder adquisitivo del dinero cedido que puede perder debido a los efectos inflacionarios, por lo tanto, con el fin de mantener el valor del dinero se realiza el cobro del interés³⁶. Al mismo tiempo, se considera que la tasa de interés representa un premio de desprenderse de consumo presente.
- Asimismo, la tasa de interés es el costo de oportunidad de realizar una inversión financiera en lugar de mantener el dinero ocioso, es decir, que realizando un préstamo el agente superavitario puede obtener un rendimiento.
- Todo préstamo implica riesgo de no poder recuperar los recursos, por lo tanto es necesario cobrar un interés para compensar dicho riesgo. A mayor nivel de riesgo, mayor es el cobro que se realiza por este factor.

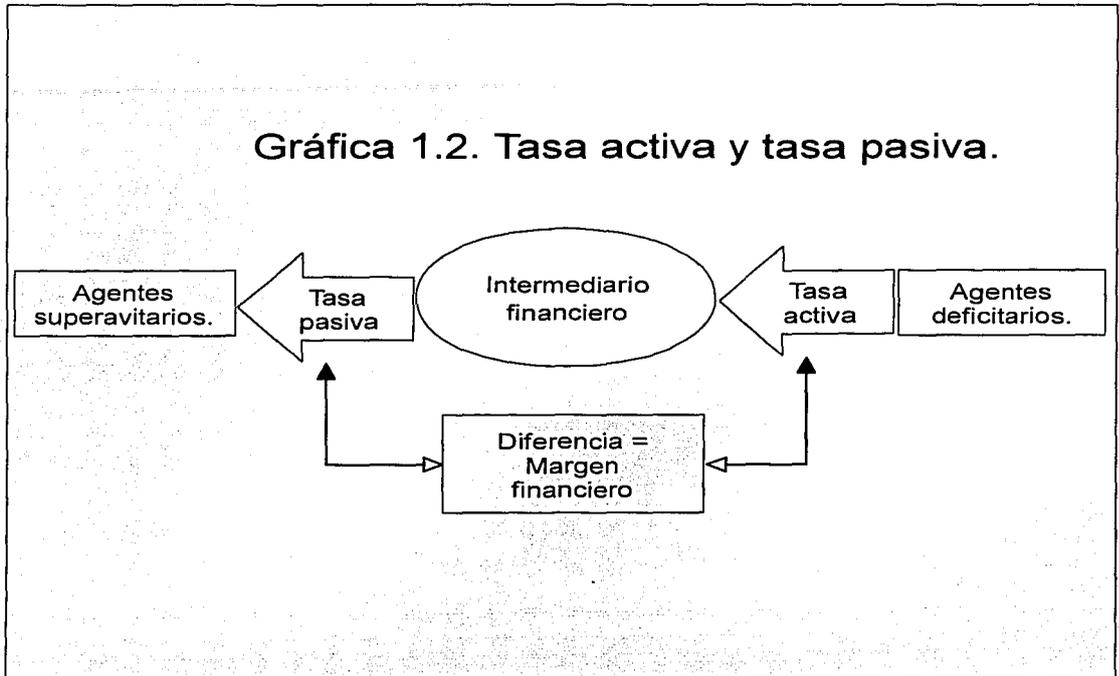
Por lo tanto la tasa de interés se compone de tres factores:

$$i = \text{Inflación} + \text{Prima o ganancia} + \text{Riesgo}$$

Recordemos que entre los agentes superavitarios y deficitarios existe un tercero al que se denomina intermediario financiero. Como vimos anteriormente, los agentes superavitarios depositan sus recursos excedentes en los intermediarios financieros y estos los canalizan a los agentes deficitarios. Este proceso no cancela el hecho de que los superavitarios reciban un pago por la concesión de sus recursos ni que los deficitarios no incurran en un costo. Sólo que en este caso es el intermediario financiero el que realiza estos pagos o recibe los ingresos. Así como el intermediario paga a sus depositantes una tasa de interés pasiva y

³⁶ Para ver la concepción teórica sobre esta justificación del interés ver Aftalion, F. Y Poncet, P. **Las tasas de interés**, México 1985. Dónde se encuentra una breve explicación del análisis formal realizado por I. Fisher.

cobra a sus deudores una tasa de interés activa, y el diferencial entre éstas es el margen financiero, que representa la ganancia para el intermediario (incluyendo sus costos e impuestos.)



Fuente: Elaboración Propia.

Hay que tomar en cuenta que en el mercado existen diferentes tasas de interés dependiendo del plazo y monto de los depósitos y préstamos lo que implica costos y rendimientos diferentes, es decir, diferentes precios del dinero.

Además de hacer la distinción entre la tasa activa y pasiva hay que reconocer los siguientes conceptos de tasa de interés derivados de las tasas activas y pasivas:

1. Tasa de interés nominal. Es la tasa de interés establecida considerando en ella la tasa de inflación.
2. Tasa de interés real. Es la tasa de interés nominal descontado a ésta la inflación. Este concepto es muy importante por que al descontarle la inflación a la tasa nominal obtenemos el rendimiento y costo real del financiamiento.
2. Tasa de interés bruta. Es la tasa de interés antes de descontar impuestos.

4. Tasa de interés neta. Tasa de interés bruta menos impuesto.
5. Tasa de interés libre de riesgo. Como mencionamos anteriormente cuando se realiza un préstamo existe la posibilidad de no recuperar el dinero prestado por lo que se cobra un porcentaje por prima de riesgo. Sin embargo, cuando el préstamo realizado se le da al gobierno federal se supone que no hay posibilidad de la no-recuperación de los recursos, por lo tanto, la tasa de interés que el gobierno paga por los créditos que contrata (bajo diferentes formas y modos) es una tasa de interés libre de riesgo.

1.3.2. Teorías sobre la determinación de la tasa de interés.

Entre los economistas existe un consenso general de lo que es la tasa de interés. Donde hay diferencias es en como se determina la tasa de interés. En la ciencia económica existen diferentes enfoques teóricos que bajo diferentes concepciones y supuestos arrojan diferentes resultados. En esta sección repasaremos brevemente las diferentes concepciones teóricas sobre la determinación de la tasa de interés. En general en la ciencia económica se reconocen tres vertientes de pensamiento: ortodoxo o clásico, heterodoxo o Keynesiano y la corriente Marxista. Como adelanto podemos mencionar que la corriente ortodoxa considera a la tasa de interés como un fenómeno real, es decir, determinada por variables reales además de considerar que existe una tasa de equilibrio estable. En cambio la corriente heterodoxa considera a la tasa de interés como un fenómeno eminentemente monetario. Mientras tanto, el enfoque marxista considera que la tasa de interés es una escisión (desprendimiento) de la ganancia industrial.

1.3.2.1 Visión Ortodoxa de la tasa de interés.

Como vimos en el análisis del dinero, la visión ortodoxa se divide en tres ramas principales, la teoría clásica, los neoclásicos y los neocuantitativistas. Estas tres corrientes mantienen el eje de considerar a la tasa de interés como un fenómeno real, pero con ciertas diferencias en sus análisis pero que no los hacen salir de su eje principal.

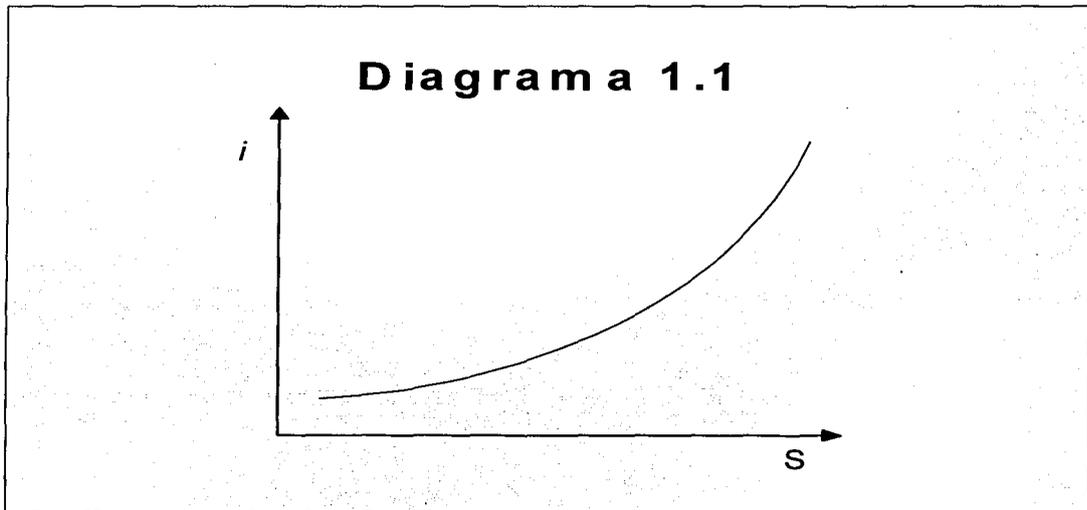
A) Enfoque clásico de la tasa de interés.

Primero hay que tomar en cuenta que el enfoque clásico está basado en un estudio de la economía donde ven al dinero como un “velo” a través del cual se esconden los elementos reales de la economía y, por lo tanto, tratan de eliminar en su análisis ese “velo monetario”. Es así como tratan ver como se determina la tasa de interés en términos reales.

En general, los clásicos conectan la tasa de interés con la productividad marginal del capital y con la preferencia del consumo presente al futuro. Bajo este contexto, dado que la escuela clásica considera que la economía siempre se encuentra en pleno empleo, el incremento de la producción requiere, por fuerza, la reducción de la producción de bienes de consumo para incrementar la producción en bienes de capital. Por lo tanto, la inversión sólo se puede aumentar si se reduce el consumo.

Es así como surge la necesidad de que los agentes económicos reduzcan su nivel de consumo presente a cambio del consumo futuro, es decir, que incrementen su nivel de ahorro. Al reducir la producción de los bienes de consumo y existiendo libre movilidad de los factores, flexibilidad de precios y sustitución perfecta de los factores, se abre la posibilidad de incrementar la inversión y esto se logra debido a que, con los supuestos clásicos, todo ahorro es destinado al financiamiento de la inversión debido a que todo ahorro se destina a la compra de bonos, tomando en cuenta que toda demanda de bonos es una oferta de ahorro y la oferta de bonos de las empresas es una demanda de ahorro que se realiza con el fin único de invertir productivamente.

Entonces, siguiendo con el análisis, para que los agentes prefieran postergar su consumo presente es necesario ofrecerles a estos un “aliciente” o premio, que es la tasa de interés. De esta forma, el pago de la tasa de interés hará equivalente el consumo presente al futuro y así, a mayor premio por disminuir el consumo inmediato, mayor será la oferta de fondos para realizar la inversión y de esta forma se determina la oferta de fondos que gráficamente se expresa de la siguiente forma:

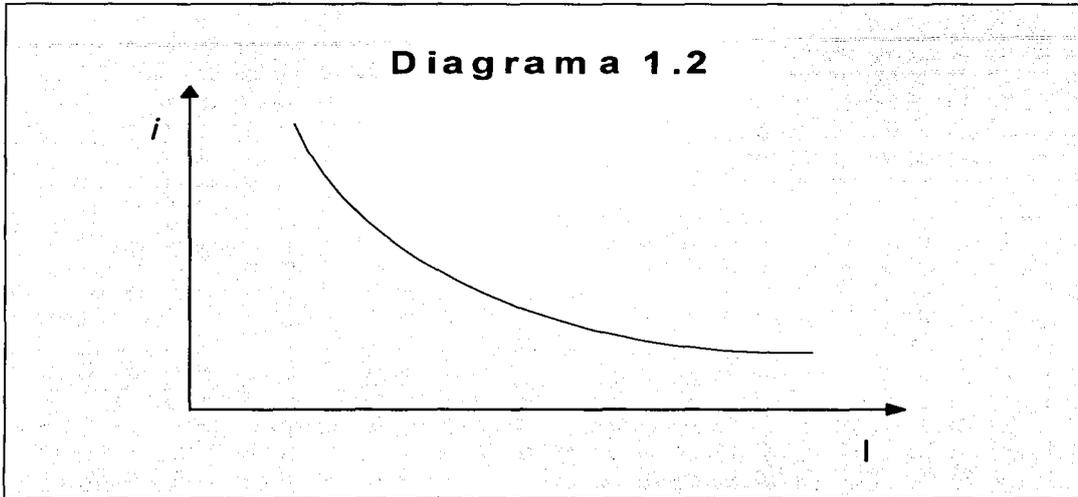


Fuente: Elaboración propia

Lo que indica que a mayor tasa de interés, mayor será la prudencia de los ahorradores, incrementando así el nivel de ahorro y la oferta de fondos

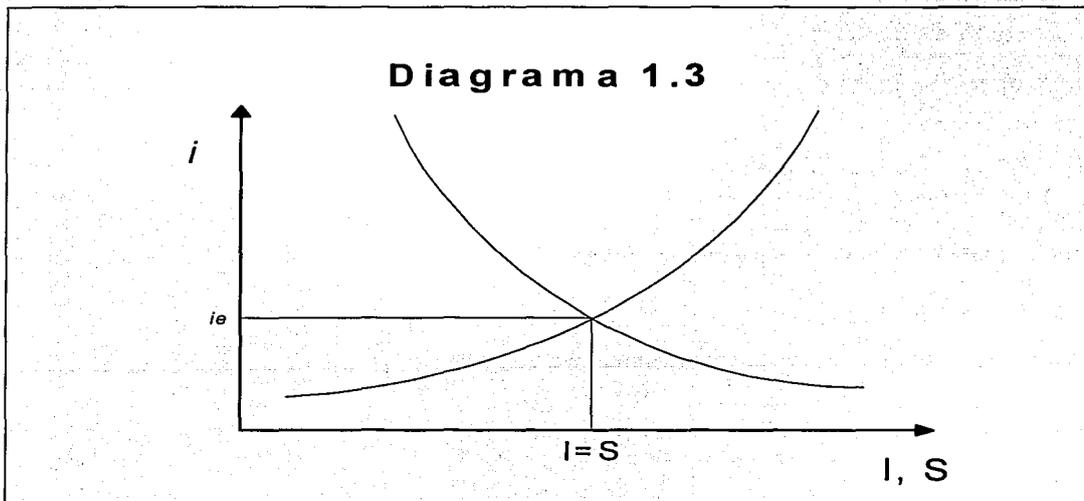
En cambio, la demanda de fondos está establecida por el nivel de la productividad marginal del capital. El empresario que pide prestado dinero para adquirir un bien de capital tendrá que comparar el rendimiento esperado de éste (dado por su productividad) con la tasa de interés, y así, a mayor tasa de interés, dado un nivel de productividad del capital, se reducirá la demanda de fondos prestables dado que se incrementa el costo financiero

mientras que los rendimientos esperados del capital se mantienen. Así la demanda de dinero se observa gráficamente de la siguiente manera:



Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, la tasa de interés se establece en el nivel donde la oferta de fondos iguala la demanda de fondos, encontrando así la tasa de interés de equilibrio i_e .



Fuente: Elaboración propia

En el nivel de ie se iguala el ahorro con la inversión y todo ahorro es utilizado con el fin de invertir teniendo de esta forma un equilibrio. Bajo esta concepción, si hay un incremento en la tasa de interés, la oferta de fondos será mayor a la demanda, provocando así que se reduzca la tasa de interés hasta el nivel de ie , donde oferta igual a demanda. A su vez, si hay una reducción de la tasa de interés, la demanda será mayor a la oferta, incrementando la tasa de interés hasta el punto de equilibrio. Bajo este mecanismo de mercado la concepción clásica establece que el nivel de equilibrio de la tasa de interés es estable a no ser que exista un cambio en la productividad marginal del capital o en la costumbre de los ahorradores que provoquen un desplazamiento de las curvas de oferta y demanda de ahorro lo que nos llevaría a un nuevo equilibrio.

Nótese que en este caso, la tasa de interés no está afectada por la cantidad de dinero en la economía ni por la oferta o demanda de éste dado que está determinada por variables reales (la frugalidad de los ahorradores y la productividad marginal del capital.)

B) El modelo IS - LM.

El modelo de la síntesis neoclásica elaborado por Hicks es la respuesta ortodoxa al planteamiento keynesiano de la determinación de la tasa de interés. Como vimos anteriormente, la visión ortodoxa se base en la determinación de la tasa de interés en fenómenos reales, mientras tanto en el planteamiento keynesiano la tasa de interés se determina como un fenómeno eminentemente monetario. El modelo IS - LM es un desarrollo teórico que trata de conciliar ambas teorías, demostrando que no importa cual utilicemos para la determinación de la tasa de interés, ambas nos lleva a un mismo resultado: una tasa de interés de equilibrio (ie) que iguala al ahorro y la inversión, así como a la oferta y demanda de dinero.

Obviamente, esto sucede bajo ciertos supuestos del modelo, en los cuales, se elimina la incertidumbre y el tiempo histórico, es decir, el consumo, la eficiencia marginal del capital y la preferencia por la liquidez se determinan conjuntamente en un sistema de ecuaciones, llegando de esta manera al equilibrio y siendo indistinto si utilizamos la teoría keynesiana o la teoría ortodoxa.

El modelo IS - LM se divide en tres mercados: el mercado de trabajo, donde se determina el nivel de empleo e ingreso en la economía³⁷, el mercado de bienes reales (mercado de capitales) y el mercado de dinero. Es en estos últimos es donde se determina la tasa de interés, por lo tanto dejaremos de lado el estudio del mercado de trabajo.

Mercado de bienes reales (Mercado de capitales)

El análisis de Hicks sigue el planteamiento Keynesiano en donde:

³⁷ Aquí nos encontramos con un punto de intersección con la teoría clásica, ya que en ésta el nivel de producto se determina en el mercado de trabajo: El mercado de trabajo del IS - LM es idéntico al mercado de trabajo en el modelo clásico.

$$Y = C + I \dots\dots\dots (a)$$

$$C = A + bY \dots\dots\dots (b)$$

$$I = Go + G1(i) \dots\dots\dots (c)$$

La ecuación (a) nos indica un equilibrio entre oferta (Y) y demanda ($C + I$)³⁸.

La ecuación (b) indica que el consumo se divide en un gasto autónomo A , más una parte del ingreso determinado por b (propensión marginal al consumo)

Mientras tanto, la ecuación (c) indica que la inversión I se compone de una parte autónoma Go más una propensión a invertir que se encuentra en función de la tasa de interés de manera inversa: a mayor i menor es el nivel de inversión y viceversa.

Sustituyendo (b) y (c) en la primera ecuación y siguiendo las operaciones algebraicas correspondientes obtenemos:

$$Y = \frac{A + Go + G1(i)}{(1 - b)}$$

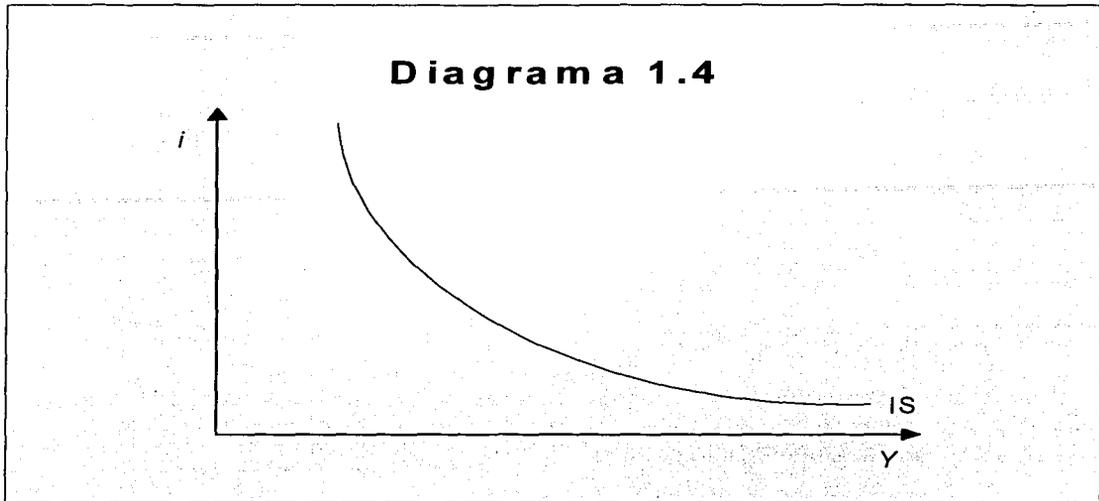
Esta ecuación satisface que Oferta = Demanda (todo lo que se produce se vende) y, por lo tanto, se da la igualdad entre Ahorro (S) e Inversión (I).

Si consideramos A , Go , $G1$ y b como dados, entonces: $Y = f(i)$. En dónde i afecta inversamente proporcional al nivel del ingreso por la vía de la inversión.

Por lo tanto, a diferentes tasas de interés tenemos diferentes niveles de ingreso, en donde se satisface que oferta igual a demanda y ahorro igual a inversión.

Dibujando la relación entre Y e i se obtiene la curva IS, llamada así debido a que alude a la igualdad entre inversión (I) y ahorro (S por su sigla en inglés).

³⁸ Como puede notarse nos basamos en el modelo IS - LM en una economía cerrada.



Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, conociendo la tasa de interés del mercado podemos conocer el nivel de ingreso de equilibrio. Para ello hay que determinar la tasa de interés del mercado monetario.

Mercado Monetario (Mercado de dinero)

Al igual que todos los mercados tiene oferta y demanda.

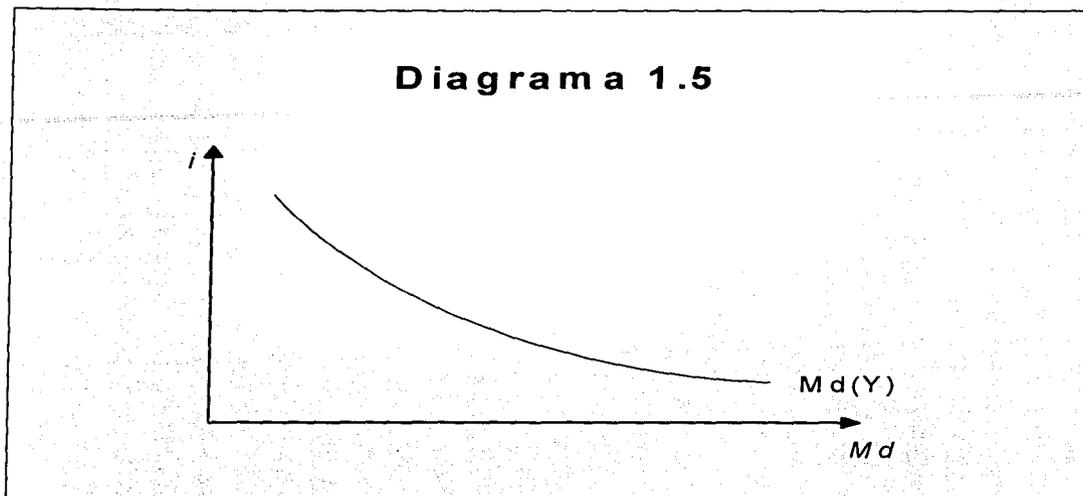
La demanda de dinero se define como una función L de la tasa de interés (i) y del nivel de ingreso (Y).

$$Md = L(i, Y)$$

Esta función indica que la demanda de dinero (la preferencia por la liquidez) depende negativamente de la tasa de interés y positivamente del nivel de ingreso. La gente demanda dinero por el motivo transacción y precaución³⁹. La cantidad de dinero que un agente económico posee tiene el límite del ingreso, por lo tanto, Y determina Md en una relación directa, es decir, a mayor nivel de Y mayor demanda de dinero para satisfacer los motivos transacción y precaución. La tasa de interés también determina Md en forma inversa, entre menor tasa de interés mayor Md , y a mayor tasa de interés menor la demanda de dinero, debido a que se incrementa el costo de oportunidad por obtener una ganancia mediante los depósitos bancarios o por la compra de un activo financiero. Por lo tanto obtenemos la demanda de dinero:

³⁹ La síntesis neoclásica ignora el motivo especulación, lo que le permite encontrar un equilibrio estable en el sistema.

Diagrama 1.5



Fuente: Elaboración propia

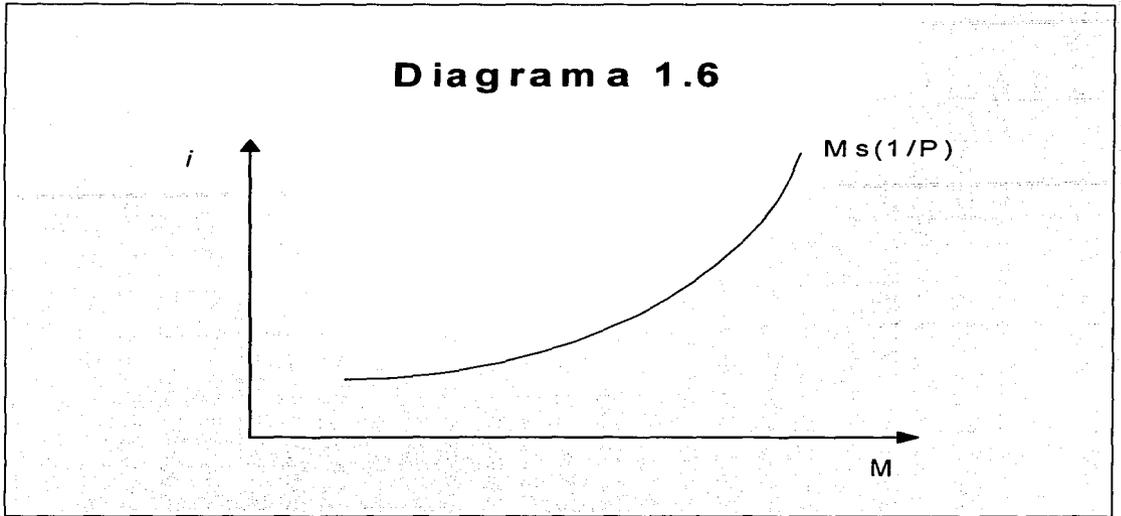
Movimientos en la tasa de interés provocan movimientos a lo largo de la curva Md , mientras que movimientos en el nivel de Y nos desplaza la curva a la derecha (si incrementa Y) o a la izquierda (si se reduce Y).

A su vez, la oferta de dinero se determina por:

$$Ms = h\left(i, \frac{1}{p}\right)$$

Esto nos indica que el valor del dinero cambia a través del tiempo debido a las variaciones en los precios, lo que nos determina que hay una relación inversa entre precios y valor real del dinero. Una misma cantidad de dinero monetario tiene un valor real diferente dependiendo del nivel de precios: $ms = \frac{Ms}{P}$ obteniendo de esta forma la ecuación de oferta de dinero, que al mismo tiempo está directamente relacionado con la tasa de interés, viendo esto gráficamente tenemos:

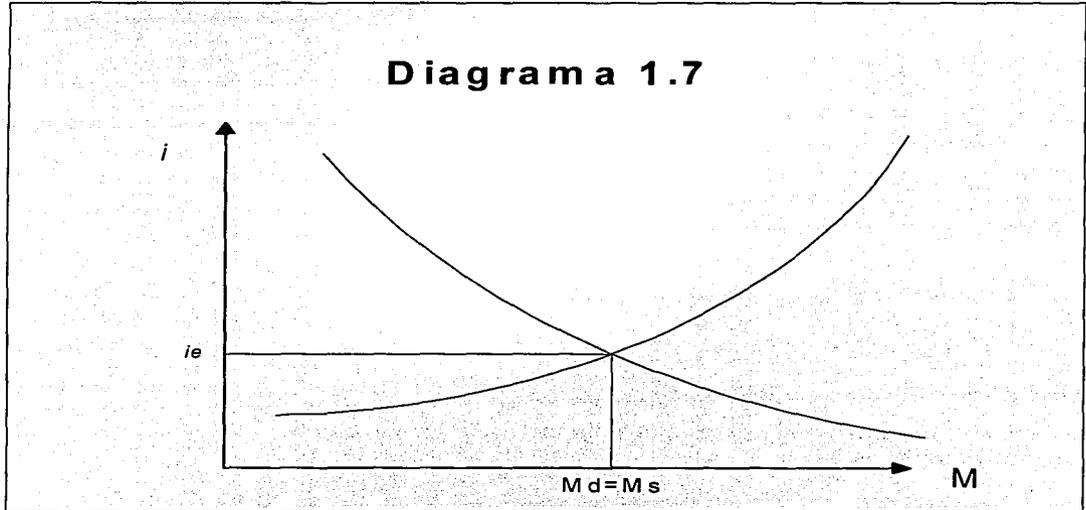
Diagrama 1.6



Fuente: Elaboración propia

Encontrando el equilibrio de este mercado en dónde $M_s = M_d$.

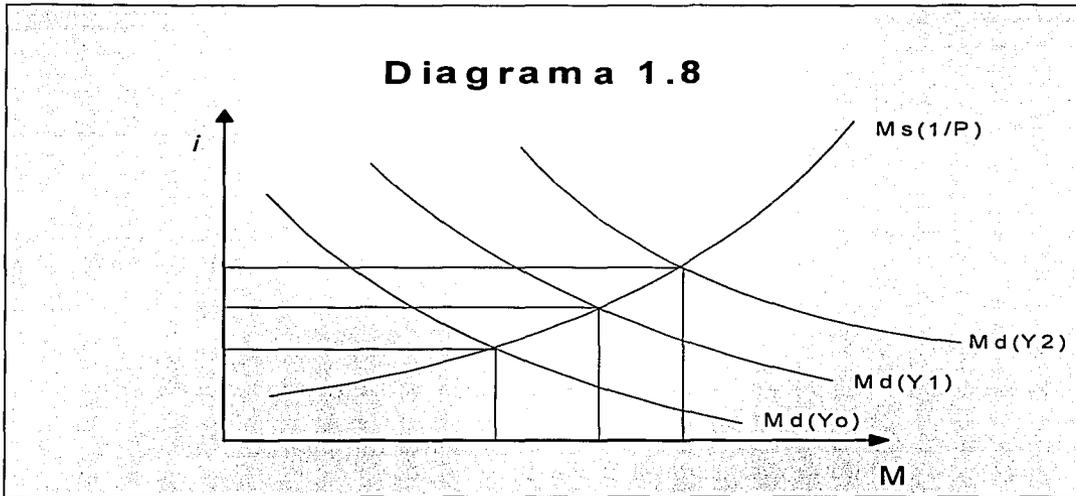
Diagrama 1.7



Fuente: Elaboración propia

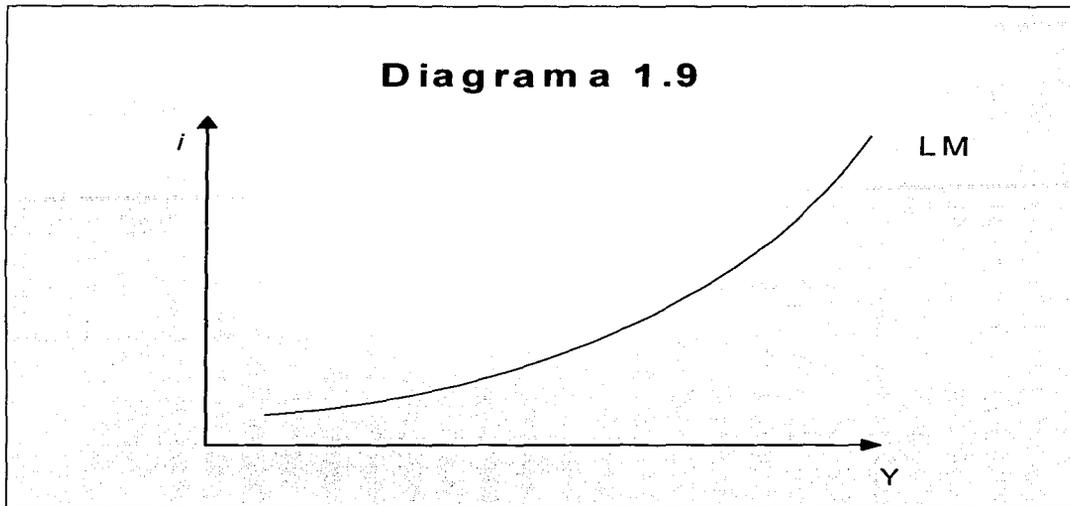
Obteniendo así, una tasa de interés de equilibrio en el nivel de i_e .

Como se puede observar, a cierta tasa de interés tenemos un nivel dado de Y que pone en equilibrio el mercado de dinero y lo enlaza con el mercado de bienes reales. Si incrementamos los niveles de Y , entonces la curva de demanda de dinero se desplaza a la derecha:



Fuente: Elaboración propia

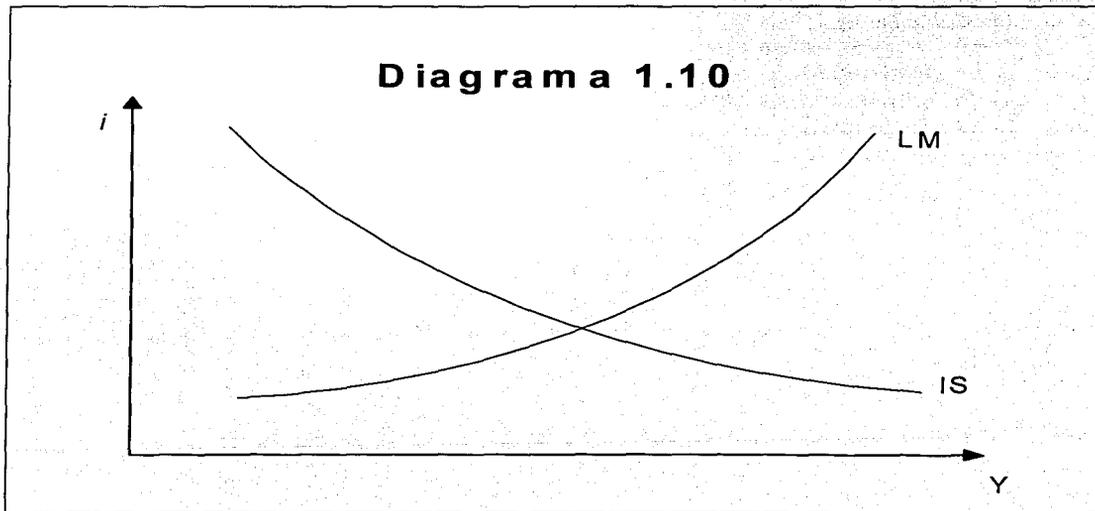
Por lo que obtenemos la curva LM, que es el espacio geométrico de puntos (Y, i) con equilibrio en el mercado monetario ($M_s = M_d$) y nos indica que a mayor nivel de ingreso Y , mayor es la tasa de interés:



Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, la tasa de interés del mercado se establece en el cruce de las curvas IS y LM.

Obteniendo de esta forma la tasa de interés de equilibrio que iguala la inversión con el ahorro ($I = S$), y la oferta y demanda de dinero ($M_s = M_d$).



Fuente: Elaboración propia

Es importante hacer notar que el modelo IS - LM siempre tiende al equilibrio. Hicks al realizar este modelo determina que no existe incertidumbre, no hay especulación, hay flexibilidad de precios, los precios están determinados después de la formación de las expectativas y, por lo tanto, el modelo siempre tiende a un equilibrio. Además de que la tasa de interés de equilibrio se determina tanto por variables reales (IS) como por variables monetarias (LM) y si existe un cambio en éstas la tasa de interés se ajustará encontrando un nuevo equilibrio⁴⁰.

C) La teoría neocuantitativista de la tasa de interés (El enfoque de las expectativas racionales)

La teoría de la tasa de interés en el modelo de Friedman sostiene que ésta está determinada por variables reales, es decir, por la frugalidad de los ahorradores y por la utilidad productiva marginal del capital. A partir de este análisis los neocuantitativistas introducen el concepto de las expectativas racionales con el fin de diferenciar la tasa de interés nominal con la tasa de interés real (la determinada por variables reales). Friedman sigue el análisis de Fisher realizado en 1930 en donde se supone lo siguiente:

- Existe una tasa de interés real determinada por la frugalidad de los ahorradores y por la productividad marginal del capital. Tasa de interés real = ir .
- Existe una tasa de interés nominal que es igual a la tasa de interés real + la tasa esperada de inflación (Π^e):

$$in = ir + \Pi^e$$

Es en la tasa esperada de inflación donde nos encontramos la formulación de las expectativas racionales por parte de los agentes productivos. Si se espera una alta inflación, entonces la tasa de interés nominal tenderá a elevarse, en cambio, a menor tasa esperada de inflación, la tasa de interés nominal tenderá a igualar a la tasa de interés real.

La teoría de las expectativas racionales señala que los agentes económicos usan en forma eficiente la información disponible para realizar sus predicciones sobre la tasa de inflación futura, obteniendo de esta forma una mayor ventaja de las situaciones económicas. De esta forma, las expectativas presentes se determinan por un conjunto de variables endógenas, un conjunto de variables exógenas y por un conjunto de errores de comportamiento. Este modelo supone que todos los agentes forman sus expectativas de manera racional por lo que no existe el elemento incertidumbre, el futuro no es incierto y es predecible por medio del cálculo del riesgo.

Por lo tanto, la tasa de interés real está determinada por factores reales, y la tasa de interés nominal, que es la tasa de interés del mercado, está determinada por el cambio en las

⁴⁰ Debido a estas marcadas diferencias hay que notar que, aunque la síntesis neoclásica utiliza en su análisis herramientas eminentemente keynesianas, el resultado que arroja no es congruente con las conclusiones de Keynes, como veremos más adelante.

expectativas sobre la inflación. De este modo, un incremento en la oferta monetaria genera un incremento en la inflación esperada (dada la teoría cuantitativa del dinero) lo que hace subir la tasa de interés. Hay que notar que nos encontramos con una diferencia básica con relación a la teoría keynesiana y del modelo IS - LM en donde un aumento en la oferta monetaria genera una reducción en la tasa de interés dada una demanda de dinero⁴¹. Esto es debido a que, según el modelo neocuantitativista, el incremento o decremento en la oferta monetaria afecta al nivel esperado de inflación en forma directa, afectando de esta manera a la tasa de interés. Sin embargo, hay que recordar que debido a que la formación de las expectativas es en forma racional la predicción sobre el futuro es cierta lo que elimina los efectos de inestabilidad e incertidumbre al sistema económico, teniendo de esta forma un equilibrio.

1.3.2.2 Visión Heterodoxa de la tasa de interés. (Teoría monetaria de la tasa de interés)

En este apartado presentamos la visión keynesiana de la tasa de interés, en donde a diferencia del enfoque ortodoxo la tasa de interés se determina por fenómenos exclusivamente monetarios además de no existir un equilibrio estable de la tasa de interés debido a la importancia del motivo especulación en la función de demanda de dinero. También se presenta una breve explicación sobre el planteamiento pos keynesiano del modelo de endogeneidad de la oferta monetaria, en donde se establece una oferta de dinero infinitamente elástica, lo que trae consigo un punto de vista teórico totalmente diferente en la determinación de la tasa de interés.

A) El enfoque Keynesiano.

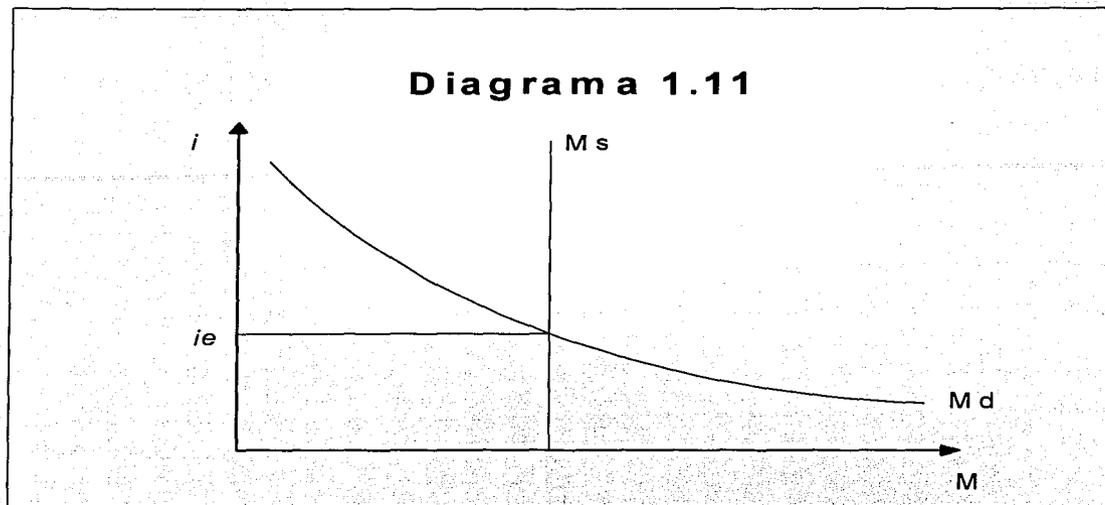
A diferencia del modelo ortodoxo de la tasa de interés, en el modelo Keynesiano la tasa de interés es un fenómeno monetario, en este caso, la tasa de interés no equilibra la oferta y demanda de fondos prestables, en el caso de Keynes la tasa de interés es el precio que equilibra la oferta y demanda de dinero. Bajo este contexto, la oferta de dinero es la cantidad total de dinero que la política del Banco Central y la actividad del sistema bancario establecen, estando en relación directa con la tasa de interés.

Mientras tanto, la demanda de dinero consiste en la preferencia por la liquidez de los agentes económicos según la cual estos prefieren mantener su riqueza en la forma de dinero, la cual es la forma más líquida. Por lo tanto, la tasa de interés en Keynes, es el pago o premio por desprenderse de liquidez. Ante un incremento en la tasa de interés, se incrementa el estímulo por la compra de activos financieros (bonos) reduciendo de esta forma la demanda de dinero, es decir, se reduce la preferencia por la liquidez y se incrementa la demanda de bonos.

De esta forma, la tasa de interés se establece en donde la oferta de dinero iguala a la demanda de dinero. Hay que tomar en cuenta que Keynes considera a la oferta de dinero como dada, determinada por el Banco central.

⁴¹ Ver diagrama 8, en donde si en lugar de mover la curva Md, movemos la curva Ms, hay un decremento en la tasa de interés.

Diagrama 1.11



Fuente: Elaboración propia

Pero entonces ¿Cual es la diferencia entre la teoría keynesiana y el modelo IS - LM?

Como vimos anteriormente, en el modelo IS - LM la demanda de dinero se establece bajo el nivel de ingreso Y y la tasa de interés. Dentro de la demanda de dinero el modelo IS - LM encierra el motivo transacción y el motivo precaución de la teoría keynesiana. Mientras tanto la tasa de interés modifica la demanda de dinero mediante el costo de oportunidad de mantener el dinero ocioso o depositarlo en una institución bancaria o comprar bonos que den un interés. Mencionamos también que el modelo IS - LM determina un equilibrio estable de la tasa de interés, y esto es debido a que no existe incertidumbre y se elimina la especulación en los motivos de la demanda de dinero.

En cambio, Keynes determina que las expectativas inciertas del público y el motivo especulación están presentes en el sistema económico, dotando a éste con una inestabilidad inherente. Veamos esto con un poco más de detalle.

Recordemos que existen tres motivos por los cuales la gente demanda dinero⁴²:

1. Motivo Transacción.
2. Motivo Precaución.
3. Motivo especulación.

⁴² Sin olvidar que los planteamientos pos keynesianos incorporan al motivo financiamiento en el análisis.

Según Keynes los motivos transacción y precaución son relativamente estables y, por lo tanto, el motivo que altera a la demanda de dinero es el motivo especulación. Bajo este contexto la especulación se lleva a cabo con los bonos y está determinado por las expectativas que se tengan a futuro sobre el movimiento de la tasa de interés y la búsqueda de ganancias de capital, las cuales se obtienen cuando se compra el bono a un precio bajo y se vende a un precio mayor.

Mencionamos anteriormente que los instrumentos financieros pueden ser negociados en un mercado y, obviamente, estos son comprados y vendidos a un precio dado. El movimiento en el precio de los bonos está determinado por la tasa de interés que otorgue dicho bono y su relación es inversa: a mayor tasa de interés menor es el precio del bono en el mercado y viceversa⁴³. La especulación se realiza con los bonos y las expectativas sobre como van a cambiar los precios de estos.

Si los agentes económicos tienen expectativas a futuro de una baja en la tasa de interés, entonces prevén que el precio de los bonos va a subir, por la relación inversa, por lo tanto, se incrementa la demanda de bonos, y al mismo tiempo se reduce la demanda de dinero, debido a que se compraran bonos a un precio y se podrán vender a un precio mayor si las expectativas se cumplen obteniendo así una ganancia de capital. El caso contrario ocurre cuando las expectativas son de la tasa de interés a la alza.

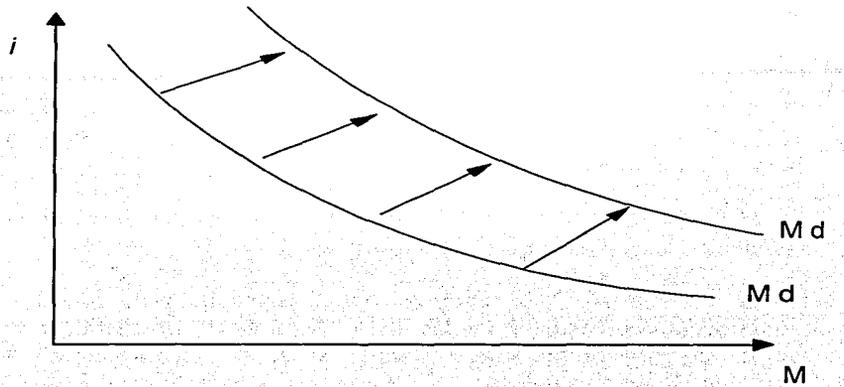
Por lo tanto, a una misma tasa de interés, existirán agentes económicos que esperarán un alza en la tasa de interés, reduciendo la demanda de bonos e incrementando la demanda de dinero. A este tipo de agentes económicos Keynes los denomina como "alcistas" debido a que sus expectativas generan que, a la tasa de interés actual, la tasa de interés tienda a incrementarse, debido al incremento de la demanda de dinero y a la baja de la demanda de bonos.

Para que exista la especulación es necesario que exista diferencia de opiniones sobre el futuro de la tasa de interés, es por ello que también existen los "bajistas". Estos agentes económicos tienen la expectativa de una baja en la tasa de interés, lo que generaría un alza en el precio de los bonos, por lo tanto, incrementan la demanda de bonos y a la misma tasa de interés demandan menos dinero. Es así como los "alcistas" venden los bonos a los "bajistas" y la forma en la que ocurran los acontecimientos en el futuro de la tasa de interés determinará cual de los dos tipos de agentes obtendrá una ganancia o pérdida de capital

Gráficamente el efecto de los "alcistas" se vería de la siguiente manera:

⁴³ La relación entre la tasa de interés y los activos financieros la detallaremos con más detalle en la siguiente sección de este mismo capítulo en donde se comprenderá de una mejor manera esta relación inversa entre tasa de interés y precio de los bonos.

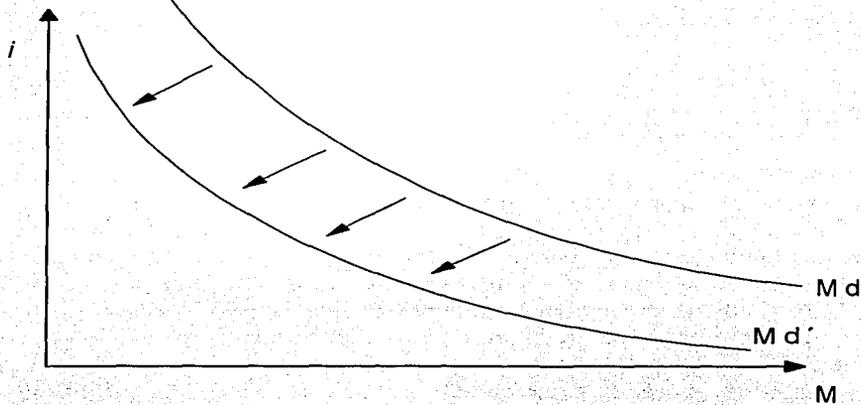
Diagrama 1.12



Fuente: Elaboración propia

Mientras tanto, el efecto de los “bajistas” se ve como sigue:

Diagrama 1.13



Fuente: Elaboración propia

Uno de los puntos centrales en el planteamiento keynesiano es que las expectativas que tienen los agentes económicos son inciertas y cambiantes, lo que deriva en una

inestabilidad en la demanda de dinero, ésta, debido al efecto de los especuladores, “bajistas” y “alcistas”, tiende a fluctuar constantemente debido al efecto de las expectativas cambiantes en el pensamiento de los especuladores, es decir, la tasa de interés fluctúa constantemente dadas las fluctuaciones en la demanda de dinero.

Esta inestabilidad en la tasa de interés, derivada de la inestabilidad en la demanda de dinero dado el motivo especulación, trae una inestabilidad a todo el sistema económico. Recordemos que en Keynes la inversión se encuentra en función de la Eficiencia Marginal de Capital (EMC) y su comparación con la tasa de interés, para que se lleve a cabo la inversión, la EMC tiene que ser mayor o igual a la tasa de interés, pero si ésta se encuentra inestable, subiendo y bajando constantemente y, dada una oferta de dinero, reducirá los deseos de los agentes productivos a llevar a cabo la inversión.

B) Los modelos de endogeneidad de la oferta monetaria.

Estos modelos se basan en el planteamiento post keynesiano de la oferta de dinero endógena. Este concepto consiste en que las instituciones bancarias del sistema económico tienen la capacidad de crear dinero y, por lo tanto, ante una demanda de crédito, tienen la capacidad de satisfacerla en su totalidad. Es decir, que la demanda de dinero crea su propia oferta y la cantidad de dinero en circulación está determinada por el propio sistema económico. Este planteamiento es contrario a las postulaciones de la exogeneidad de la oferta monetaria que indica que ésta se determina fuera del sistema económico por medio de las direcciones del Banco Central de una economía que es el que establece la cantidad de dinero en circulación.

Bajo este contexto, cuando se acepta que la oferta monetaria es absolutamente exógena, entonces ésta toma la forma gráfica de una línea vertical, dado que está establecida y no puede ser alterada por los cambios en la tasa de interés, por lo tanto, la oferta monetaria es perfectamente inelástica. En cambio, cuando se acepta que la oferta de dinero es absolutamente endógena entonces ésta toma una forma horizontal⁴⁴, dado que cualquier nivel de demanda se ve satisfecha por las instituciones bancarias creando dinero y por medio de innovaciones financieras⁴⁵.

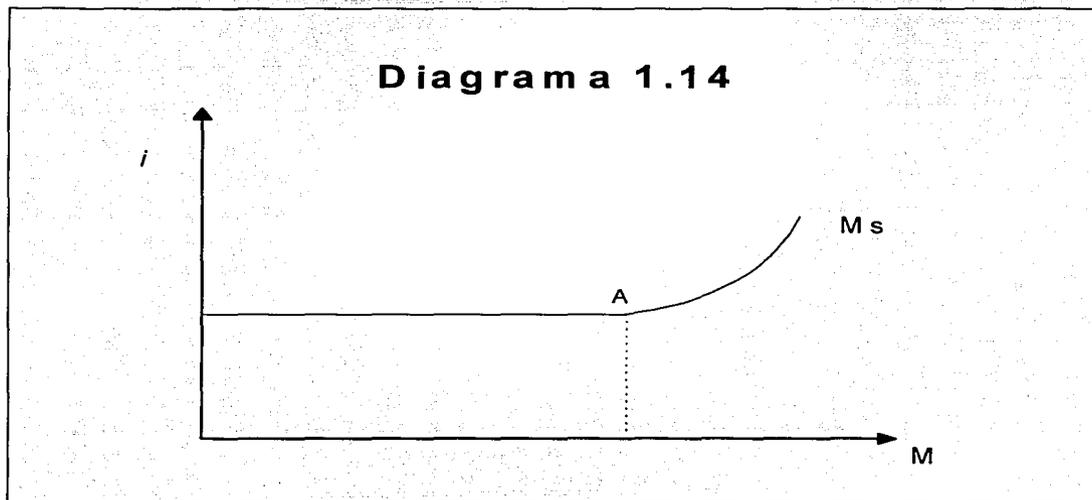
Debemos hacer mención que estas dos posiciones son extremistas, en la realidad la oferta de dinero no es perfectamente inelástica, dado la capacidad de creación de dinero bancario, ni perfectamente elástica debido a que el hecho de que toda demanda de crédito sea satisfecha por las instituciones bancarias tiene que ver con el ciclo económico. Cuando se está en el tramo de ascenso del ciclo económico existe la gran posibilidad de que esto suceda (*lending boom*), sin embargo, mientras avanza el ciclo, la cantidad de préstamos bancarios se empiezan a ver reducidos, dado un incremento del riesgo, existencia de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, el incremento de proyectos de inversión riesgosos, el crédito discrecional y la racionalización del crédito. Por lo tanto, la oferta de dinero perfectamente elástica tiene un límite, en dónde empieza observarse un tramo ascendente de la oferta de dinero, en dónde la oferta de dinero si será afectada por la

⁴⁴ Enfoque horizontalista de la oferta monetaria endógena.

⁴⁵ Nuevos títulos e instrumentos financieros.

tasa de interés en forma directa. En este tramo únicamente se incrementará la oferta de dinero a mayores tasas de interés para cubrir el creciente riesgo existente⁴⁶.

De esta forma, la oferta de dinero (combinando el enfoque estructuralista y horizontalista) se vería como sigue:

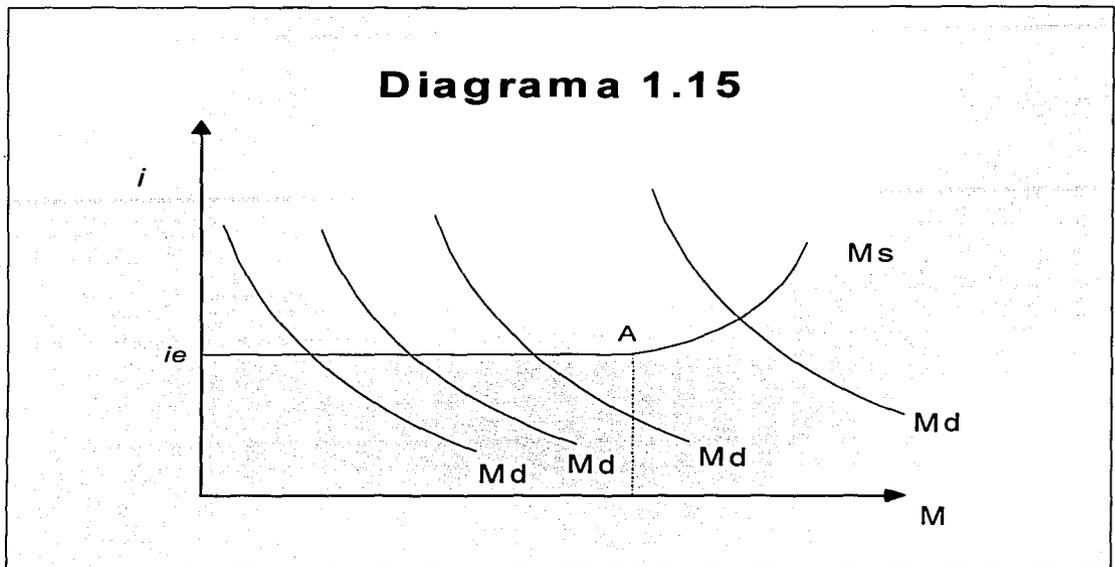


Fuente: Elaboración propia

En donde del punto O al punto A , tenemos una oferta de dinero perfectamente elástica y toda demanda de crédito se satisface. A partir del punto A inicia el efecto descrito líneas anteriores, hasta llegar a un límite, en donde el riesgo por otorgar créditos es tan alto que el proceso se detiene, es decir, a partir del punto A se da una contracción del crédito, hasta que éste se detiene totalmente. En todo este proceso el Banco Central juega un papel muy importante.

Dado que la gran parte de la demanda de créditos es otorgadas por las instituciones bancarias y a partir del punto A se financian proyectos de alto riesgo, las posibilidades de una suspensión de pagos de los deudores o de corridas bancarias representaría un grave colapso no únicamente al sistema bancario, sino al sistema económico en general, es por ello que el Banco Central debe de cumplir con su función de prestamista de última instancia para asegurar que los bancos no se vuelvan insolventes ante una falta de liquidez. Pero ante todo esto, ¿Cómo se determina la tasa de interés? Dado que la oferta de dinero tiene un tramo perfectamente elástico, si se observa, ante cualquier cambio en la demanda de dinero, la tasa de interés no se verá afectada:

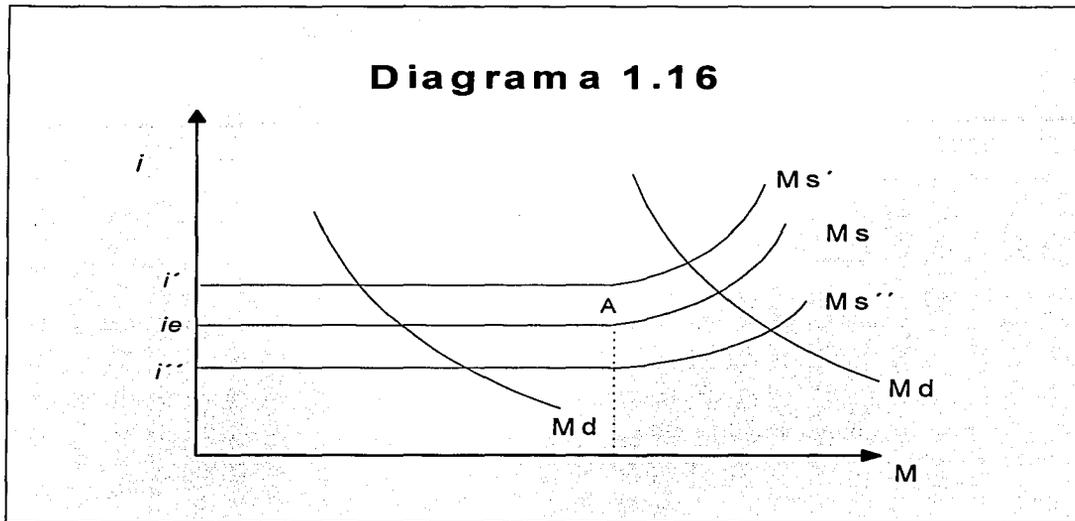
⁴⁶ Enfoque estructuralista de la oferta monetaria endógena.



Fuente: Elaboración propia

El lector podrá observar que ante los cambios en demanda de dinero, la tasa de interés no se ve afectada en todo el tramo horizontal de la oferta de dinero. En todo este tramo, toda la demanda de dinero es satisfecha a una misma tasa de interés. A partir del punto A es donde los incrementos en la demanda de dinero tienen un efecto sobre la tasa de interés. Bajo este contexto, la tasa de interés está determinada por el Banco Central. Es a partir de las modificaciones de la tasa de interés como el Banco Central determina la oferta de dinero, la demanda de dinero y el crédito bancario:

Diagrama 1.16



Fuente: Elaboración propia

Como es obvio, con movimientos en la tasa de interés y con una curva de demanda de dinero dada, a mayor tasa de interés (de i a i'), mayor será la oferta de dinero (desplazamiento de M_s a M_s'), menor la demanda (traslado sobre la curva M_d), así como un menor crédito bancario. Y a menor tasa de interés (de i a i''), menor oferta de dinero (traslado de M_s a M_s''), mayor demanda de dinero (traslado sobre la curva M_d) y, por lo tanto, mayor el monto del crédito bancario. Recordando que en este modelo la cantidad de dinero en la economía está determinada por la demanda que exista, por lo que los incrementos y decrementos de la tasa de interés por parte del Banco Central influirán sobre el nivel de demanda y la oferta se ajustara adecuadamente, o como lo menciona Kaldor: “a cualquier tiempo, o en todos los tiempos, la cantidad de dinero estará determinada por la demanda, y la tasa de interés determinada por el Banco Central”⁴⁷.

Es importante hacer notar que la tasa de interés en este caso está determinada por el Banco Central como instrumento de política económica en lugar de la utilización de la contracción o ampliación de la oferta monetaria⁴⁸. Además la tasa de interés dada por las autoridades no es la misma que la que se encuentra en el mercado. La tasa de interés en el mercado está determinada por las instituciones bancarias y de crédito, determinando a ésta por un porcentaje arriba de la tasa de interés central que determina el margen de ganancias de las instituciones bancarias. El tamaño de dicho margen está dado según el nivel de concentración del mercado y de la elasticidad de la tasa de interés, entre otros factores. Sin embargo, esto no cambia el análisis realizado anteriormente, sólo es necesario elevar la línea de la oferta monetaria según el nivel del margen de beneficio y los resultados son los

⁴⁷ Rousseas, Stephen. *Post Keynesian Monetary Economics* Editorial M. E. Sharpe. New York 1992.

⁴⁸ Dado que es imposible controlarla en su totalidad por la endogeneidad del dinero en el sistema.

mismos pero, en este caso, a un mismo nivel de demanda la tasa de interés que se cobra es más alta. Por lo tanto, la tasa de interés del mercado estará determinada por el nivel de la tasa de interés que establezca el Banco Central y el nivel del margen de beneficio.

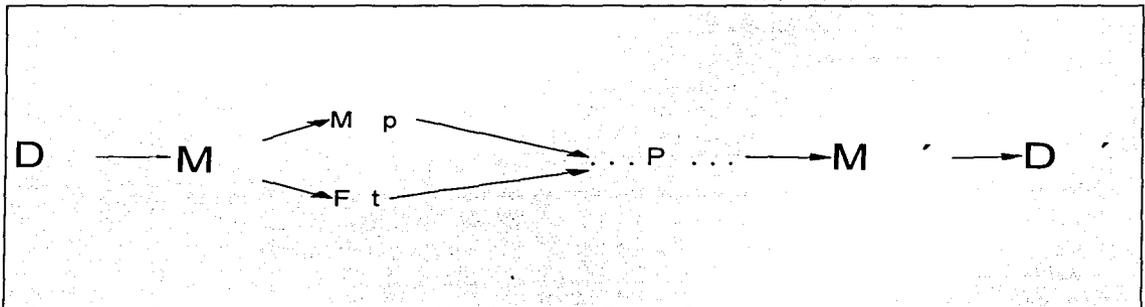
Es importante señalar que en este modelo la tasa de interés es una variable independiente, lo que da un giro a la teoría convencional, pero que en el efecto a la inversión mantiene lo establecido: ante una baja de la tasa de interés, hay un incremento en la demanda de dinero, incrementando el crédito y la inversión⁴⁹.

1.3.2.3 Visión Marxista de la tasa de interés.

El capital que devenga interés.

Marx inicia el análisis de la tasa de interés en el tercer tomo del capital partiendo de que ya ha estudiado la tasa media de ganancia (industrial y comercial), lo que nos indica que el capital arroja una tasa de ganancia anual media.

Hay que recordar que el dinero es capital cuando se utiliza con el fin de ser valorarlo, es decir, que de D (dinero inicial) obtenemos D' ($D + \Delta D$). Habíamos visto que este proceso se lleva a cabo mediante el proceso de producción:



Bajo este contexto y el de la tasa media de ganancia, Marx nos indica que el dinero (D) como tal es capital en potencia, no es capital hasta que éste es utilizado con el fin de valorizarse. Sobre esta base el capital en potencia (D) puede ser utilizado como una mercancía *siu generis*: La mercancía capital.

Supongamos, siguiendo a Marx, una tasa media de ganancia del 20%, por lo tanto en un proceso productivo D - M - D' con una inversión inicial de 100 unidades monetarias se

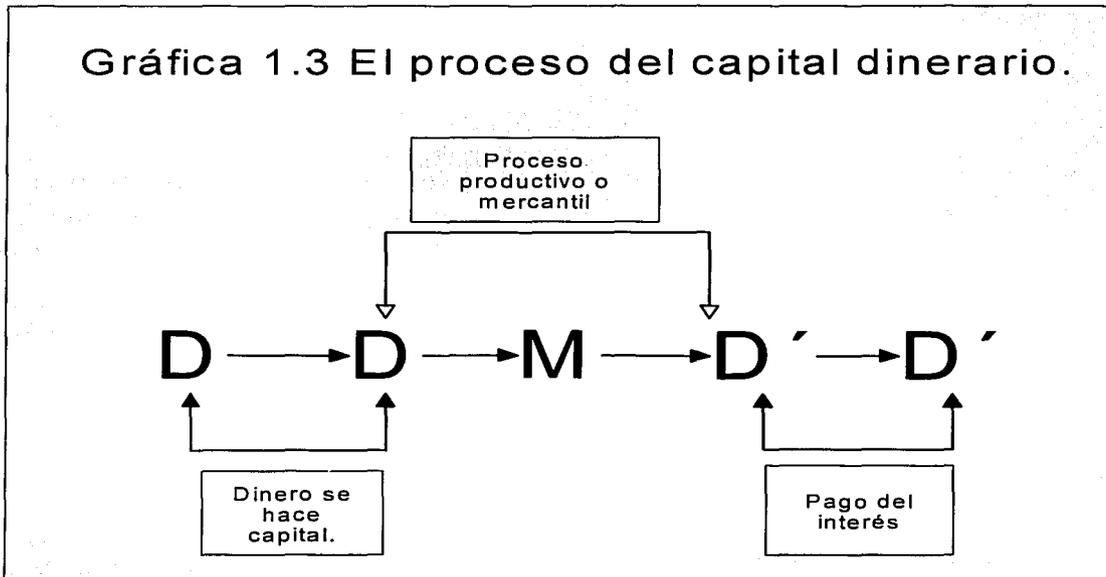
⁴⁹ Es importante hacer notar que el modelo de endogeneidad y determinar a la oferta monetaria como perfectamente elástica se basa sobre el principio de la estabilidad de la velocidad de dinero, no es el objetivo principal de este estudio el realizar un análisis profundo de este tema, para ver un desarrollo completo y los efectos de la velocidad del dinero en la endogeneidad de la oferta monetaria ver Rousseas, Stephen. *Post Keynesian Monetary Economics* Editorial M. E. Sharpe. New York 1992.

obtiene un plus valor de 20 unidades monetarias, por lo tanto el hombre que disponga de 100 unidades monetarias tiene la posibilidad de transformarlas en 120 (una ganancia de 20), es decir, tiene en sus manos un capital potencial con valor de 100 u. m. (unidades monetarias).

Este hombre poseedor del capital potencial puede cederlo a otro para emplearlo como capital, el cual obtendrá la ganancia de 20 u. m. Pero el capital con que se generó la ganancia no le pertenece, por lo tanto, al cabo del tiempo establecido tiene que regresar las 100 u. m. más una parte de la ganancia generada, por decir, 5 u. m. La parte que se abona al dueño original del capital se denomina interés y no es más que una parte de la ganancia que el capitalista actuante debe de dar al dueño del capital.

Para que exista la ganancia (y todo el proceso productivo) es necesario que en el inicio el dinero sea capital, es decir, que el dinero sea utilizado para la compra de medios de producción (materias primas y fuerza de trabajo) en el caso del capital industrial, o para la compra de mercancías, en el caso del capital mercantil.

Bajo este contexto, los capitalistas actúan como tales dado que un agente les ha cedido su dinero para que sea utilizado como capital. Entonces el movimiento queda como sigue:



Fuente: Elaboración propia.

Primero, un agente *A* enajena su dinero a un agente *B*, es decir, el dinero se hace capital (el capital potencial se hace capital efectivo). Después, mediante un proceso productivo o mercantil se genera una ganancia, para después, el agente *B*, el capital actuante (mercantil o

industrial), paga a A , el capitalista financiero, el interés, que es una parte de la ganancia de B generada en el proceso productivo o mercantil. Como puede verse, hay un doble flujo de dinero, un primer flujo de A a B en donde el dinero se convierte en capital, y un segundo flujo en donde B regresa a A el capital más el interés.

En este caso $D' = D + \Delta D$ y B se queda con una parte del incremento de D , mientras que A obtiene de regreso D , más una parte del incremento de D . Este es un punto importante, el capital que A enajena a B se enajena en calidad de préstamo, se presta el valor y tiene que ser reembolsado. No hay misterio aquí, como todo ciclo del capital en donde D tiene que regresar a su punto de partida: el dinero que recibe B no le es propio en el momento del desembolso, por lo tanto no puede ser suyo al momento del regreso puesto que en $D - D$ no hay un tipo de intercambio de por medio, es sólo una "transición jurídica".

El capital que devenga interés se enajena a otra persona para que la utilice como capital fijo o circulante, este préstamo puede ser en forma dineraria o en forma de mercancía. El reflujo de B hacia A va a ser diferente aunque casi siempre se realiza en forma monetaria, aunque nada impide que éste se realice en mercancías cuando el capital que se enajena está representado bajo esta forma.

Es importante observar que el capital enajenado puede ser utilizado con el fin de adquirir capital fijo o capital circulante, por lo tanto, el reflujo del capital variará temporalmente, es decir, cuando el capital se utiliza con el fin de adquirir capital fijo, su proceso de valorización como una mayor cantidad de tiempo, por lo tanto, el reflujo generalmente se realiza en forma periódica, en donde en cada pago se incluye una parte del desgaste del capital más una parte de la ganancia que se está generando. En cambio, cuando se utiliza para la compra de capital circulante, el reflujo se realiza en un período menor de tiempo y, por lo general, se realiza un único pago, en el cual se incluye el monto del préstamo (D), más una parte de la ganancia generada en el proceso.

Marx nos recuerda que el que se lleve a cabo este proceso no genera un cambio en el valor de la mercancía creada. Bajo este proceso del capital que devenga interés, el proceso productivo no se ve alterado a menos que la inversión realizada sea una nueva inversión con una nueva base productiva que genere un cambio en la productividad y en la composición orgánica del capital. Mientras esto no suceda el y proceso productivo no se vea alterado el valor de las mercancías creadas no se alterada. Lo que cambia en este proceso es la distribución del plus valor que se encierra en las mercancías.

No hay que olvidar que para que D sea capital, al momento de prestarse tiene que regresar como $D + \Delta D$, en donde ΔD es una parte de la ganancia media. Esto nos quiere indicar que lo que enajena A a B es el dinero como un valor de uso, sólo que en este caso, el valor del uso del dinero es para utilizarse como capital, es decir, que su valor de uso es el de crear más dinero, es el de valoralizarse. Por lo tanto, A enajena su dinero con el fin de obtener una ganancia, por eso A entrega la mercancía *siu generis* capital a B , para obtener de esta forma una ganancia, solamente que en este caso el ciclo del capitalista financiero se reduce a $D - D'$, aunque su forma completa es la anteriormente presentada que nos muestra de donde se obtiene el incremento en D y como el dinero se transforma en capital. Sobre esta

base, el interés es el pago de B a A por el uso de lo que tomas prestado. Lo que toma prestado B es la posibilidad de generar ganancia, por lo tanto debe ceder una parte de ésta.

Hay que tomar mucho en cuenta que sólo una parte de la ganancia generada en el proceso productivo o mercantil puede ser pagada como interés, no todo, debido a que el valor de uso por el que paga B a A un interés es el de obtener una ganancia, no únicamente A obtiene un beneficio, B también obtiene una ganancia, es por ello por lo que está dispuesto a entrar al proceso productivo o mercantil con recursos ajenos, el dinero solamente funciona como capital para ambos en tanto que reparten las ganancias.

El tipo (tasa) de interés.

Como vimos, el interés es la valorización del capital dinerario, D al ser capital debe convertirse en $D + \Delta D$ (que es por lo que es capital). Bajo este contexto D es un valor expresado en dinero y al mismo tiempo es una mercancía (que es enajenada) con un valor de uso (el ser capital) que es generar ganancias y, por lo tanto, el valor del dinero en cuanto capital no está determinado por su propio valor sino por la cantidad de ganancias que le otorgan a su poseedor.

Entonces la tasa de interés es la relación entre el monto del interés y el dinero enajenado como capital: $i = \frac{\Delta D}{D}$ y ésta va a depender de:

1. La tasa media de ganancia. La tasa de interés tiene a la tasa de ganancia como un límite superior y, por lo tanto, a mayor tasa de ganancia media, mayor puede ser la tasa de interés.
2. De la proporción de la tasa media de ganancia que se destina al pago de intereses.

Con respecto al primer punto, Marx nos muestra con un ejemplo numérico⁵⁰, que a una mayor tasa de ganancia media, mayor puede ser el nivel de interés cobrado por los prestamistas, lo que indica que puede ser mayor la parte del plus valor que se puede apropiarse el capital dinerario, debido a que es mayor la cantidad de plus valor creado en el proceso productivo. Incluso, dado que el interés es una parte del plus valor, cuando la economía se encuentra en un periodo de ascenso en el cual la tasa de ganancia se ve incrementada la tasa de interés se mantiene en niveles bajos debido a que el porcentaje que se lleva del total de la ganancia se mantiene estable, mientras que en los periodos en los que cae la tasa media de ganancia, el nivel del interés se incrementa⁵¹. Sin embargo, esto no cancela la posibilidad de movimientos contrarios, incluso Marx nos dice que en el desarrollo capitalista se observa en forma general un descenso en la tasa de interés, debido a dos factores: a) A que con el desarrollo económico se van incrementado la cantidad de personas que acumulan dinero en forma creciente, lo que incrementa la cantidad de fondos prestables y permite su préstamo a una menor tasa de interés. b) Al desarrollo de las

⁵⁰ En el tercer tomo del *El capital*.

⁵¹ Incluso en este punto Marx acepta que la tasa de interés puede estar por encima de la tasa media de ganancia, debido a que las deudas contratadas con anterioridad se deben pagar a toda costa, por lo que se piden nuevos préstamos a una tasa de interés actual mayor a la tasa media de ganancia.

instituciones financieras y el sistema crediticio que permite la concentración del ahorro y su canalización más efectiva, reduciendo costos y la tasa de interés. La tasa natural y media de interés.

Así como existe una tasa media de ganancia, Marx acepta que existe una tasa media de interés, pero niega que exista una tasa natural como la que exponen los clásicos, determinada por el equilibrio entre la oferta y la demanda de fondos prestables.

Marx menciona que debido a que el nivel de la tasa de interés está establecida en una negociación entre prestamistas y prestatarios y difiere de cada préstamo, no es posible encontrar un equilibrio entre la oferta y la demanda de fondos, es decir, que en cierta forma el nivel de la tasa de interés está determinada por el "capricho" de los prestamistas y prestatarios, por lo que una tasa natural es imposible de establecerse. En cambio, si existe una tasa media de interés. Marx menciona que así como existe una tasa media de ganancia, existe una tasa media de interés, que, sin embargo, no puede ser calculada de la misma forma que la tasa media de ganancia (sobre la base de la desviación de los precios y valores de las mercancías y como nivelación de las tasas particulares de ganancia), debido a que es diferente la distribución del valor entre capitalistas y trabajadores a la distribución del plus valor entre diferentes capitalistas, además de que en el caso del interés, éste, según la visión de Marx, no es el precio del dinero en sí por que no parte de su valor, es una parte de la ganancia que le corresponde por la enajenación de su dinero como capital y únicamente bajo esta forma se le puede denominar al interés como "precio" del dinero, por que su valor es dar ganancia, y hay que pagar por ese valor con la misma ganancia generada.

Sobre esta base Marx establece que existen en el mercado diferentes tasas de interés, determinada cada una por la negociación entre prestamista y prestatario, por las seguridades de retorno del capital que entregue el prestatario, el plazo del préstamo y el nivel actual de la tasa de ganancia. Aunque existan toda una serie de tasas de interés en el mercado, en general, todas tienden a una tasa media (así como la tasa media de ganancia), la cual se calcula calculando el promedio del tipo de interés durante sus variaciones en el ciclo industriales y calculando el tipo de interés al que se presta en períodos prolongados. Es importante hacer notar, que esta tasa de interés media no es la tasa natural de interés, ya que según Marx, esta última no puede ser determinada bajo ninguna ley, mientras que la tasa media de interés si es observable en períodos largos de tiempo. Es importante notar que el que sea observable la tasa media de interés cada capital dinerario presta a una diferente tasa.

El que exista una tasa media de ganancia, y la cual es una tendencia de todos los capitales industriales, y en cambio, no exista una tasa natural de interés y cada prestamista presta a una diferente tasa de interés, determina que existen capitalistas dinerarios que sacan una mayor cantidad de ganancia del sector productivo y, por ende, hay sectores y ramas del capital productivo a los que les son más expropiados los recursos generados en el proceso, es decir, que en ciertos sectores, los capitalistas dinerarios sacan más dinero de la esfera productiva. Esto también se debe a que la tasa media de ganancia es una tendencia que se establece por el propio sistema económico, por la cantidad de plus valor generado, por la relación entre plus valor y el capital global y por la competencia existente entre capitales, en cambio, la tasa de interés por lo general se encuentra cotidianamente fijada y sirve al

capital industrial como un punto de partida en el cálculo de sus operaciones. Es por el hecho que la tasa media de ganancia se determina en el proceso y la tasa de interés fluctúa en forma uniforme para cada prestamista y prestatario que la tasa de ganancia aparece como algo indefinido, mientras que la tasa de interés parece dada, aunque a fin de cuentas, queda determinada por la misma tasa media de ganancia.

Otro punto a destacar es que si consideramos al interés como el precio del dinero, debido a que tiene valor por que genera ganancias, como toda mercancía, el dinero es demandado y ofrecido, y la demanda se establece en diversas esferas de la producción, pero ésta se toma en masa, no por cada sector, lo mismo que la oferta, por lo que el precio del dinero, el interés, es el mismo para cada sector, mientras que la tasa de ganancia de cada sector es diferente, es por ello también que en ciertos sectores, los de menor tasa media de ganancia, que el capital dinerario retira una mayor cantidad de ganancia proporcional.

1.3.3 La relación de la tasa de interés y los activos financieros.

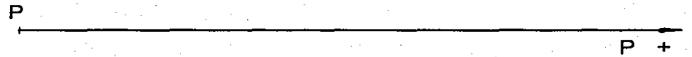
En el estudio del dinero vimos que existen instrumentos financieros que pueden ser negociables en un mercado. Es importante recordar que estos instrumentos financieros tienen dos caras: Son un pasivo y, a la vez, son un activo (financieros). La característica principal de un activo es que es un medio para mantener e **incrementar** la riqueza, y la forma en la que un activo financiero incrementa la riqueza de su tenedor es dando a éste un rendimiento, el cual está determinado por la tasa de interés. El rendimiento que da un activo financiero al momento de su vencimiento es lo que los economistas determinan generalmente como la tasa de interés.

Cuantificación de la tasa de interés.

La tasa de interés es diferente para cada tipo de instrumento financiero, por ello, antes de iniciar una cuantificación de ésta hay que repasar los tipos de instrumentos financieros según la forma en la que estos otorgan rendimientos. En los siguientes esquemas las anotaciones al superior de la línea representan entradas de efectivo para el prestatario, mientras que las anotaciones por debajo representan sus desembolsos, mientras que la línea representa tiempo transcurrido.

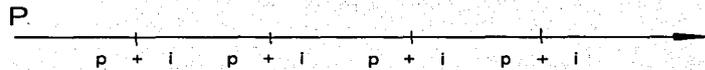
- Préstamo simple: En éste el prestatario recibe una cantidad determinada de recursos (Principal = P), el cual tendrá que devolver al prestamista a la fecha de vencimiento más un monto adicional, denominado interés (I).

P r é s t a m o s i m p l e :



- Préstamos a pagos fijos: En este caso el prestatario recibe una cantidad de recursos (Principal = P), y deberá pagarlo mediante una serie de pagos periódicos (por ejemplo mensualmente) en los cuales se incluye una parte del principal y una parte de los intereses, hasta complementar el pago total.

P r é s t a m o a p a g o s f i j o s :



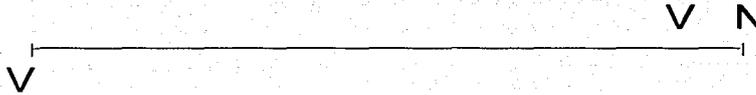
- Bono Cupón: Un bono cupón paga a su tenedor una cantidad fija periódicamente hasta el momento de la fecha de vencimiento, en la cual, a la vez, se le regresa una cantidad que representa el valor del bono.

B o n o c u p ó n :



- Bono a descuento (Bono cupón cero): Este es comprado a un precio menor a su valor nominal y es re comprado por el emisor a la fecha de vencimiento al valor nominal.

B o n o a d e s c u e n t o (c u p ó n c e r o) :



Como mencionamos anteriormente, este tipo de instrumentos representan un contrato de préstamo de recursos financieros y, a la vez, sus tenedores los pueden negociar en el mercado secundario. Los contratos de préstamos simples y a pagos fijos se negocian generalmente con empresas de factoraje dotando así de liquidez a quién los “vende”, los bonos cupón y cupón cero tienen un mercado especial de títulos financieros, el mercado de valores. Bajo este contexto se plantea el problema de saber cual de todos los títulos financieros existentes en los mercados otorga un mayor rendimiento a su poseedor, para ello hay que entender dos conceptos principales: el concepto de valor presente, que nos indica el valor actual de los activos financieros y, por supuesto, del rendimiento al vencimiento de los activos (que es la tasa de interés), y como es que ésta afecta a los activos financieros.

Concepto de Valor Presente.

El objetivo del cálculo del valor presente es conocer el valor actual de un monto de dinero que recibiremos en el futuro. Este procedimiento nos permite comparar el valor actual de diferentes instrumentos financieros.

La forma de calcularlo es diferente dependiendo del tipo de instrumento financiero. Esto es debido principalmente a que la forma de rendimiento de cada activo financiero es diferente, no podemos calcular el valor presente de un bono cupón de la misma manera en la que lo determinamos para una factura de un préstamo simple. Conforme avancemos en el estudio del rendimiento al vencimiento iremos viendo la forma del cálculo del valor presente de cada tipo de instrumento, esto con el fin de simplificar el análisis y evitar redundar.

Rendimiento al vencimiento.

Este se define como la tasa de interés que iguala el Valor Presente y el Valor Futuro de un instrumento financiero. Su cálculo es diferente para cada instrumento financiero y se obtiene despejando de la formula de valor presente de cada instrumento la tasa de interés. En las formulas siguientes se utilizan las siguientes nomenclaturas:

VF = Valor futuro.

VP = Valor presente.

i = Tasa de interés o rendimiento al vencimiento.

n = períodos de tiempo o, en su caso, número de pagos.

R = Valor del pago periódico (renta) en un préstamo a pagos fijos o en un bono cupón.

- Préstamo simple:

$$\text{Valor Futuro: } VF = VP(1+i)^n$$

$$\text{Valor Presente: } VP = \frac{VF}{(1+i)^n}$$

$$\text{Tasa de interés: } i = \left(\frac{VF}{VP}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

En este caso el cálculo de la tasa de interés es el más sencillo y es fácilmente calculable, es importante hacer notar que el cálculo del rendimiento al vencimiento, la tasa de interés, se realiza a partir del valor presente, dado que es éste el que nos permite la comparación en el valor de los diferentes instrumentos financieros.

- Préstamos a pagos fijos: Se sigue el mismo procedimiento que en el caso del préstamo simple sólo que en este caso hay que tomar en cuenta que cada pago periódico genera intereses. Esto es debido a que hay que recordar que el prestamista recibe un pago periódico el cual puede ser depositado en una institución bancaria y generar un interés, cada pago es depositado y el interés devengado se aplica al capital acumulado, por lo tanto, el rendimiento que se obtiene es mayor que en el caso del préstamo simple. Los cálculos son los siguientes:

$$VF = R \left(\frac{(1+i)^n - 1}{i} \right)$$

$$VP = R \left(\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right)$$

Como se puede ver, de estas expresiones es imposible el cálculo de la tasa de interés dado que existe una dificultad observable en el despeje correspondiente a partir del valor presente, por lo tanto se utilizan las llamadas tablas financieras. El cálculo de la parte entre paréntesis ha sido realizado y se han elaborado las llamadas tablas financieras, en donde se muestran el valor del cálculo a diferentes tasas de interés y número de pagos, conociendo este valor y el número de los pagos es como encontramos el valor del vencimiento al rendimiento.

- Bonos cupón: Se sigue el mismo procedimiento que en el caso de los préstamos a pagos fijos, pero en este caso, además de traer a *VP* el monto de los cupones, también se trae el valor del bono. Es importante recordar que el *VP* del bono es su precio.

$$Pb = \frac{c}{1+i} + \frac{c}{(1+i)^2} + \dots + \frac{c}{(1+i)^{n-1}} + \frac{c}{(1+i)^n}$$

Por lo tanto:

$$Pb = c \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] + \frac{VN}{(1+i)^n}$$

Y al igual que en el caso anterior el cálculo de la tasa de interés es complicado, para lo cual se hace necesario el uso de las tablas financieras.

Estos bonos, al igual que los otros instrumentos financieros, son vendibles, y se pueden vender en tres maneras:

A) A la par: Cuando el rendimiento al vencimiento es igual a la tasa del cupón. En este caso, el bono es re comprado por el emisor al precio al que fue vendido inicialmente.

B) Bajo par: Cuando el rendimiento al vencimiento es mayor a la tasa del cupón. Esto implica que el precio del bono es menor al valor en que fue emitido inicialmente, por lo tanto en la re compra por parte del emisor, éste paga un precio menor del bono.

C) Sobre par: Cuando el rendimiento al vencimiento es menor a la tasa del cupón. Esto implica que el precio del bono es mayor a su valor de emisión, por lo tanto, el emisor lo re compra a un precio mayor a su original.

Lo anterior se debe a que hay una relación inversa entre la tasa de interés y el *Pb*. Puede observarse en el cálculo de *i* para todos los instrumentos financieros, ésta se encuentra en el denominador, por lo que un incremento en la tasa de interés, genera una baja en el precio de los bonos, incluso en las tablas financieras se puede observar que a mayor tasa de interés menor es el valor presente. El concepto de la relación inversa entre el precio de los bonos y la tasa de interés es un concepto muy importante que hay que recordar⁵².

Existe un tipo especial de bonos que no tienen fecha de vencimiento y, por lo tanto, este bono (llamado Consol) paga cupón por un tiempo indefinido, por lo tanto⁵³:

⁵² En este ejemplo estamos considerando que "c" es constante, pero si la tasa de interés es flexible, entonces "c" también cambia.

⁵³ Es importante hacer notar que este tipo de bonos no existen en México pero sus características son propias de las acciones por lo que su análisis se aplica a este tipo de títulos.

$$\text{Precio del consol (valor presente del consol)} = P_c = \frac{c}{(1+i)} + \frac{c}{(1+i)^2} + \dots + \alpha$$

Realizando una simplificación algebraica se obtiene: $P_c = \frac{c}{i}$

Y entonces $i = \frac{c}{P_c}$.

Nótese que en este caso también el precio del consol (P_c) está relacionado en forma inversa con la tasa de interés⁵⁴.

• Bonos a descuento: La obtención de la tasa de interés es similar a la de un préstamo simple:

$$VP = \frac{VN}{(1+i)^n}$$

$$i = \left(\frac{VN}{VP} \right)^{1/n} - 1$$

Sólo que en este caso, por ser un bono a descuento $VN > VP$. Y al igual que en los demás títulos, a mayor tasa de interés, menor es el VP , pero en este caso esto beneficia al tenedor del bono debido a que en este caso, la única ganancia que puede obtener el tenedor del bono es una ganancia de capital (diferencia entre el precio de compra y precio de venta), en cambio en los bonos cupón, a un incremento de la tasa de interés el tenedor incrementa sus pagos del cupón periódico, aunque el precio del bono baje, por lo tanto, puede decidir mantenerlo en su posición, en cambio, si lo que busca con este bono cupón es la obtención de ganancias de capital no le será conveniente un incremento en la tasa de interés. En cambio, dado que en los bonos cupón cero o a descuento no se da un pago periódico dependiente de la tasa de interés y la única forma de obtener ganancia es la ganancia de capital, los incrementos en la tasa de interés benefician al tenedor de estos bonos.

Otros cálculos de la tasa de interés.

En ocasiones, como vimos, el rendimiento al vencimiento (la tasa de interés) es difícil de calcular, por lo tanto, existen otras formas de calcular la tasa de interés aunque con una precisión menor.

⁵⁴ Otra forma de obtener el P_c es: $P_c = \frac{c}{e^x}$

A) Rendimiento Actual. Es una aproximación del rendimiento al vencimiento en los bonos cupón. Se define como: $ic = \frac{c}{Pb}$ Es decir, mediante el mismo procedimiento que en el Consol. A mayor tiempo de vencimiento, mayor será la aproximación de ic a i .

B) Tasa de descuento. Esta se obtiene por: $id = \frac{VN - Pb}{VN} \times \frac{360}{\text{días}}$ Hay que tomar en cuenta que la tasa de descuento subestima al rendimiento al vencimiento de los bonos cupón cero: $i > id$.

Distinción entre la tasa de retorno y la tasa de interés.

El razonamiento común de la mayoría de la gente le indica que cuando incrementa la tasa de interés de un bono que posee le permite obtener mayores ganancias. Sin embargo, esto no es así, al contrario, ante un incremento en la tasa de interés, el precio del bono baja, como vimos antes, por lo que hay una pérdida en su valor presente. La tasa de retorno se define como la suma del rendimiento actual del bono \pm la ganancia de capital.

$$\text{Tasa de retorno} = ic + gc$$

Donde:

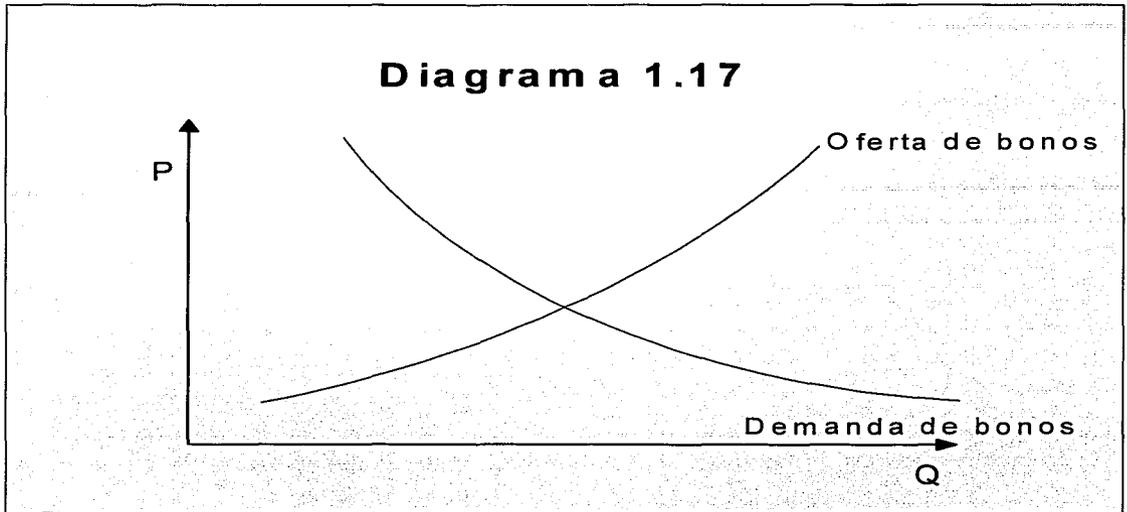
$$gc = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Es importante hacer notar que los especuladores que buscan obtener ganancias de capital con los activos financieros estarán al pendiente de la tasa de retorno, en cambio, los inversionistas que no especulan, estarán más al pendiente del interés periódico que otorga el bono.

El precio de los bonos y la tasa de interés.

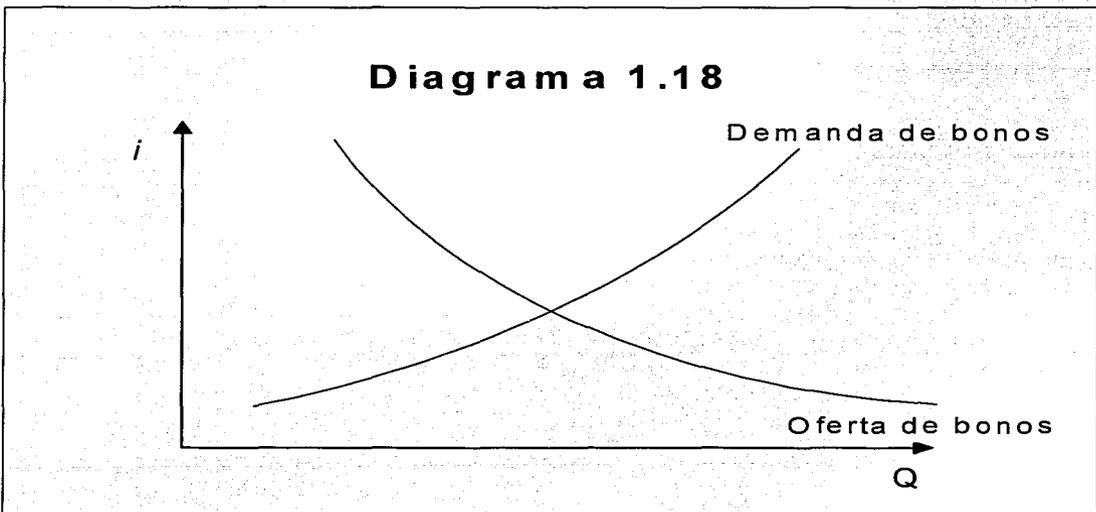
Anteriormente vimos como se puede afectar a la tasa de interés, dependiendo de la teoría que ocupemos para su determinación. Los cambios en la tasa de interés afectan a los activos financieros en forma inversa, pero al mismo tiempo, cambios en la oferta y demanda que genere cambio en el precio de estos tienen un efecto sobre la tasa de interés.

Como todo activo, los activos financieros tienen una oferta y una demanda que se encuentra relacionada con su precio y al igual que en todas las mercancías, a un incremento del precio de los bonos se incrementa la oferta y se reduce la demanda. Esto indica:



Fuente: Elaboración propia

Si recordamos que el precio de los activos financieros está en relación inversa con la tasa de interés entonces la representación de oferta y demanda de bonos con la tasa de interés queda como sigue:



Fuente: Elaboración propia

Esto puede parecer un poco raro a primera vista, sin embargo, si recordamos la relación inversa entre tasa de interés y precio de los bonos esto se aclara: a un incremento de la tasa de interés baja el precio de los bonos y por lo tanto se incrementa su demanda y viceversa. Así mismo a un descenso en la tasa de interés, se incrementa el precio de los bonos, por lo que incrementa su oferta. Esto también queda más claro si recordamos que la demanda de bonos es una oferta de dinero (o de fondos), que está directamente relacionada con la tasa de interés. Al mismo tiempo, la oferta de bonos es demanda de dinero (o de fondos), que está relacionada inversamente con la tasa de interés.

Por lo tanto un cambio en la oferta o demanda de bonos generará un cambio en los precios y desde ahí un cambio inverso en la tasa de interés.

La demanda de activos financieros se afecta por:

- El nivel de ingreso. Cuando una economía crece la cantidad de activos financieros demandados se incrementa debido a que existe un nivel mayor de ingreso que permite un mayor ahorro destinado a la compra de estos activos. El caso contrario ocurre cuando la economía entra en recesión. Por lo tanto, un incremento en el nivel de ingreso desplaza la curva de demanda a la derecha, incrementando de esta forma el precio de los activos financieros y reduciendo la tasa de interés. El caso contrario ocurre cuando se reduce la demanda.
- El nivel de riqueza de los agentes económicos⁵⁵. A mayor nivel riqueza de los agentes, mayor es la demanda de bonos, esto es debido a que se considera a los instrumentos financieros como bienes con una elasticidad riqueza de la demanda mayor a uno. Así, un incremento en la riqueza de los agentes, incrementa la demanda de los bonos, se incrementa su precio y se reduce la tasa de interés.
- Las ganancias esperadas de otros activos financieros alternativos. Los activos financieros compiten entre ellos en el mercado, aquellos que otorguen mayores rendimientos serán los de mayor demanda. Por lo tanto, un incremento en el rendimiento de los activos alternos genera una baja en la demanda de los bonos, inclusive estos sucede si los activos alternativos no son financieros, sino activos fijos reales. Entonces, ante un cambio como el anteriormente descrito, se genera una baja en la demanda, generando una baja en el precio de los activos financieros y una consecuente alza en la tasa de interés. El caso contrario sucede cuando se reduce el rendimiento de los activos alternativos o incrementa el rendimiento de los bonos.
- El riesgo de los activos financieros. Cuando el precio de los activos financieros se hace más volátil incrementa el riesgo asociado a los bonos. Ante un incremento en el riesgo de los bonos se da una baja en la demanda de estos, reduciendo el precio de los bonos y generando un incremento en la tasa de interés. En cambio, cuando el riesgo de activos

⁵⁵ Tomando en cuenta que existe una diferencia entre ingreso y riqueza. Esta última es el resultado de la acumulación del capital en años posteriores y no está relacionada con el nivel de ingreso actual, este puede ser muy bajo y aún así el agente económico puede tener altos niveles de riqueza.

alternativos se incrementa y la de los bonos se mantiene entonces incrementa la demanda de bonos, dando así un incremento en los precios y una baja en la tasa de interés.

- La liquidez de los bonos. Si los bonos incrementan su liquidez (se convierten con mayor facilidad en efectivo), se incrementa su demanda, por lo tanto se incrementa su precio y baja la tasa de interés. Lo contrario ocurre si la liquidez de los bonos se reduce.
- La tasa esperada de inflación. Si las expectativas de inflación son altas, entonces la gente preferirá mantener sus recursos líquidos, por lo tanto se reduce la demanda de bonos, decreciendo su precio e incrementando la tasa de interés. En cambio, si las expectativas de inflación son bajas entonces se estará más dispuesto a sacrificar liquidez, incrementando la demanda de bonos, su precio y reduciendo la tasa de interés.

Mientras tanto, la oferta de bonos se ve afectada por:

- Las expectativas de rendimientos en las oportunidades de inversión. En la fase expansiva del ciclo de negocios existe una mayor expectativa de rendimientos en los proyectos de inversión, por lo tanto se incrementa la oferta de bonos, debido a que las posibilidades de cumplimiento en los pagos son altas. Este incremento en la oferta de bonos genera un decremento en su precio y una consecuente alza en la tasa de interés. En cambio, en la fase descendente del ciclo, se reduce la oferta de bonos, incrementa su precio y se reduce la tasa de interés.
- La tasa esperada de inflación. Si recordamos el concepto de la tasa de interés real, podemos ver que si existe una tasa esperada de inflación alta, entonces se espera que el costo real del financiamiento sea barato, por lo tanto, la oferta de bonos se incrementa, se reduce su precio y se incrementa la tasa de interés. En cambio, si las expectativas de inflación son bajas, entonces el costo real del financiamiento es alto, por lo tanto se reduce la oferta de bonos, sube su precio y baja la tasa de interés.
- La actividad gubernamental. Cuando el gobierno se encuentra en un déficit fiscal, es necesario que lo cubra, una de las formas de hacerlo es por medio de deuda pública, por lo que emite bonos. Por lo tanto un déficit fiscal genera un aumento en la oferta de bonos, reduciendo su precio e incrementando la tasa de interés⁵⁶. A mayor déficit fiscal, mayor es la oferta de bonos gubernamentales.

Por lo tanto, cambios en la oferta y demanda de activos financieros a su vez generan cambios en la tasa de interés, debemos recordar, que los cambios en la oferta y demanda de bonos están fuertemente influenciados por las expectativas de los agentes económicos, y dado que éstas son cambiantes y existe la incertidumbre, la inestabilidad y la especulación, pueden existir movimientos erráticos y constantes variaciones, lo que al mismo tiempo trae consigo alteraciones erráticas y volatilidad de la tasa de interés y en los niveles de inversión.

⁵⁶ Lo cual es muy lógico debido a que para hacer atractivo el rendimiento de los bonos tiene que incrementar la tasa de interés.

1.3.4 La relación de la tasa de interés y otras variables macroeconómicas claves.

No podemos concluir este capítulo sin presentar la forma en la que la tasa de interés afecta a variables importantes en la economía. Debemos recordar que está no sólo afecta al nivel de inversión, también tiene efectos sobre el nivel de inflación y una relación estrecha con la balanza de pagos y el tipo de cambio, así como con los activos financieros cuya relación ya analizamos en el apartado anterior.

1.3.4.1 La tasa de interés, la inversión, el ingreso y el nivel de empleo.

Es importante resaltar que a cada nivel de ingreso (Y) le corresponde un nivel dado de empleo (E), por lo tanto, a mayor nivel de Y mayores niveles de E y al contrario.

Al mismo tiempo, un incremento en el nivel de inversión genera un incremento en el nivel de ingreso:

$$\Delta Y = \Delta C + \Delta I$$

Y

$$I=f(i)$$

Donde se da una relación inversa, lo que indica que a menor tasa de interés, mayor es el nivel de inversión y por ende, es mayor el nivel de Y y mayor el nivel de empleo correspondiente al nivel de Y .

Por lo tanto, es correcto cuando consideramos a la tasa de interés como un instrumento de política económica, debido a que conforme las autoridades monetarias de un país modifiquen el valor de la tasa de interés (directamente o mediante incrementos o decrementos en la oferta monetaria) esto provoca cambios en los deseos de invertir por parte de los agentes productivos⁵⁷. Si recordamos a Keynes, y en general a todos los teóricos, hay que ver que la tasa de interés implica un costo por el financiamiento y, al mismo tiempo, un costo de oportunidad. Por lo tanto, la tasa de interés debe de mantener en un nivel relativamente bajo con la eficiencia marginal del capital, con dos fines:

- Primero, de que la inversión productiva sea más atractiva a la inversión financiera. Obviamente esto no depende únicamente de la tasa de interés, implícito debemos de considerar que el sistema productivo debe de ser rentable y que los proyectos de inversión productiva sean atractivos, es decir, que las expectativas de ganancias industriales sean positivas.
- Segundo, que el costo del financiamiento sea bajo, con esto se está más dispuesto a invertir.

⁵⁷ Sin olvidar, claro, que otra forma de estimular la inversión es por medio de incrementar la demanda efectiva incrementando el gasto o la inversión gubernamental, aunque este proceso, según el modelo ortodoxo genera un incremento en la tasa de interés (por el desplazamiento de la curva IS a la derecha al igual que la demanda de dinero) e inflación.

Si la tasa de interés se encuentra en un nivel alto, mayor a la eficiencia marginal del capital, se desaliente la inversión productiva debido a que el costo será más alto que los ingresos esperados y el costo de oportunidad en una inversión financiera (bonos), es mayor.

También es importante señalar que si la tasa de interés es muy volátil la inversión productiva se desalienta ya que los constantes cambios en el costo financiero hacen incierta la rentabilidad de los proyectos de inversión. Bajo el punto de vista keynesiano, es necesario mantener una tasa de interés a un nivel menor a la eficiencia marginal del capital y, además, mantenerla estable. La inestabilidad en la tasa de interés atrae el capital a la esfera financiera debido a que se incrementan las posibilidades de las ganancias de capital por parte de los especuladores, que a su vez, pueden incrementar la volatilidad de la tasa de interés con la especulación (efecto de los alcistas y bajistas).

En este punto debemos tomar en cuenta que a su vez la tasa de interés afecta a la inversión *ex ante* a ésta (como costo de oportunidad y como costo financiero) y en forma *ex post*. Esto bajo dos formas: La primera es la decisión de como utilizar las utilidades generadas en la inversión productiva, en este aspecto se tiene las mismas opciones que en un proyecto de inversión nuevo y el análisis es similar. Segundo, porque de la obtención de las utilidades es de donde se obtienen los recursos para realizar los pagos pendientes del proyecto, y la constante variación la tasa de interés genera cambios en estos pagos o afecta el precio de los instrumentos financieros emitidos con el fin de realizar el financiamiento y, en especial, el fondeo de la inversión, lo que afecta estos procesos.

Los efectos de la inestabilidad en la tasa de interés, los efectos de la especulación y la forma en la que afectan a los proyectos de inversión futuros y presentes los analizaremos con más detalle en el capítulo segundo.

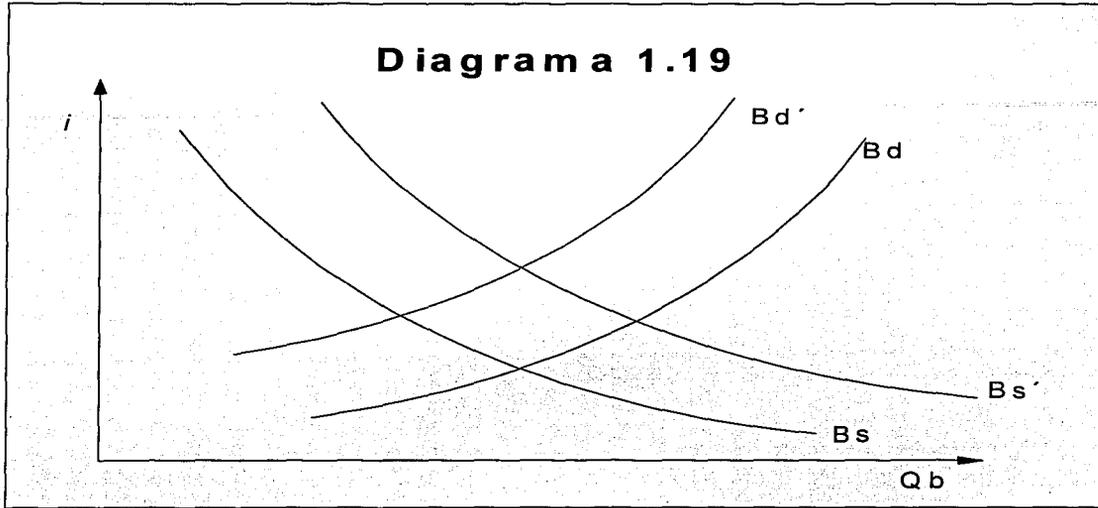
1.3.4.2 El nivel general de precios y la tasa de interés.

Anteriormente vimos brevemente como la tasa de inflación afecta al nivel de la tasa de interés, incluso, el efecto que tiene sobre el precio de los activos financieros da como resultado un aumento en la tasa de interés.

Durante períodos de inflación, los agentes prestamistas obtienen una pérdida, debido a que el nivel de la tasa de interés al que realizaron el préstamo no alcanza a cubrir el incremento de los precios que se observa en la realidad, mientras que los agentes prestatarios obtienen una ganancia debido a que el costo real del financiamiento se reduce. Para evitar este efecto, en dónde en períodos de inflación unos pierden y otros ganan, por lo general se observa un incremento en la tasa de interés para eliminar los efectos de la inflación y la pérdida de la capacidad de compra de los recursos cedidos por los prestamistas.

Si lo vemos desde el punto de vista de la oferta y demanda de bonos nos encontramos el llamado “*efecto Fisher*”. Como mencionamos con anterioridad, una alta inflación esperada incrementa la oferta de bonos y reduce su demanda, el efecto conjunto deriva en un incremento en la tasa de interés como se puede observar en el siguiente diagrama, en donde existe un incremento en la oferta de bonos (de Bs a Bs’, un desplazamiento de Bs a la

derecha), y un decremento de la demanda de bonos (de Bd a Bd' , un desplazamiento de Bd a la izquierda), en dónde se puede observar un incremento en la tasa de interés:



Fuente: Elaboración propia

Es así como la tasa de inflación se mueve en la misma dirección que la tasa de interés. Es por ello, que muchos economistas recomiendan una reducción en la inflación para reducir el nivel de las tasas de interés y viceversa.

Incluso este mismo efecto se observa en el modelo IS - LM, en dónde si existe un incremento en el nivel de los precios, se ve un desplazamiento de la oferta de dinero a la izquierda, lo que incrementa la tasa de interés, desplaza la curva LM en la misma dirección, reduciendo el nivel del ingreso.

1.3.4.3 Oferta monetaria y tasa de interés.

La oferta monetaria y la tasa de interés tiene una relación muy estrecha, todas las teorías económicas analizadas hasta el momento consideran que el incremento o descenso en la oferta monetaria crea efectos en la tasa de interés, que, por lo general, se considera negativo. Es decir, que un incremento en la oferta monetaria genera una baja en la tasa de interés, como se puede observar en el modelo IS - LM y en la determinación de la tasa de interés según Keynes, esto por supuesto a una demanda de dinero dada.

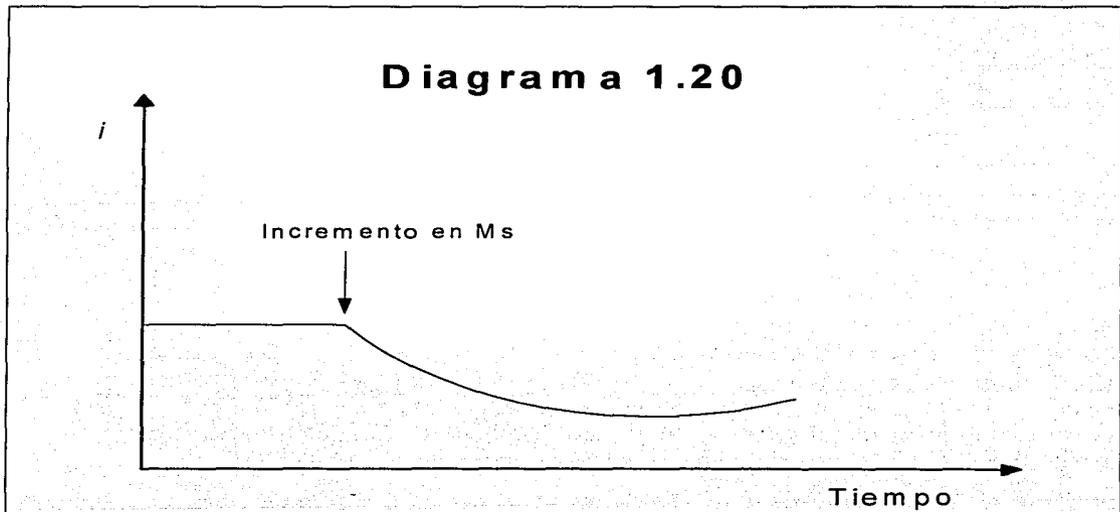
Sin embargo, en la teoría de las expectativas racionales el efecto que se encuentra es al contrario.

El efecto que tenga un incremento en la oferta monetaria en la tasa de interés va a depender de cual de los siguientes cuatro efectos es el mayor:

- Efecto liquidez. Un incremento en la oferta monetaria incrementa la liquidez en el sistema económico generando de esta forma el efecto de la reducción de la tasa de interés.
- Efecto ingreso. Un incremento en la oferta monetaria genera una reducción inicial en la tasa de interés y un incremento en el nivel de ingreso de los agentes económicos, este incremento en el ingreso genera un incremento en la demanda de dinero por lo que se neutraliza la reducción en la tasa de interés.
- Efecto precios. Este es el efecto dado por la teoría cuantitativa del dinero, en donde un incremento en la oferta monetaria incrementa el nivel general de precios, por lo tanto, se incrementa la tasa de interés.
- Efecto de la inflación esperada. Cuando se espera que exista un incremento de los precios ante un incremento de la oferta monetaria, entonces se da un incremento en la tasa de interés.

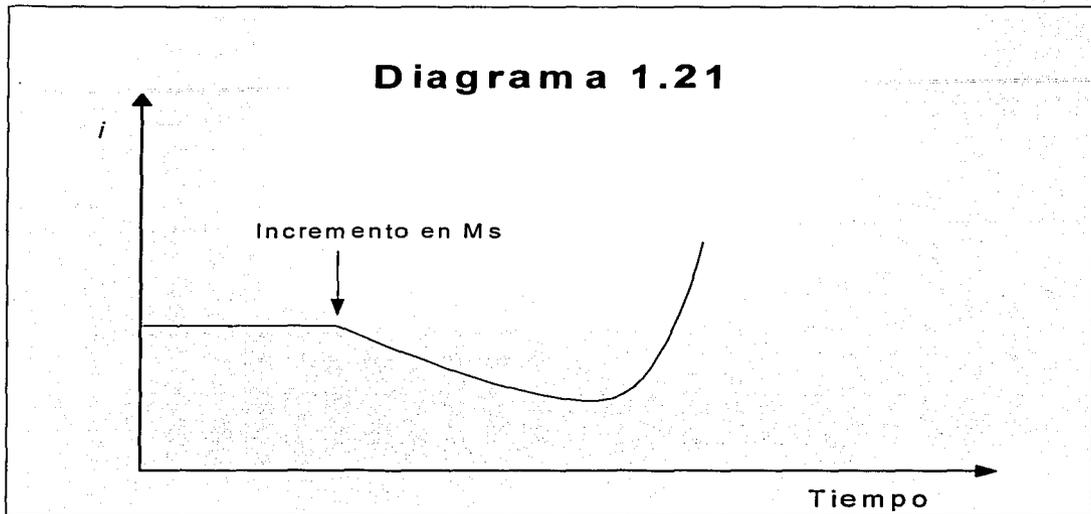
Es así como podemos observar tres escenarios diferentes:

1. Mayor efecto liquidez. En este caso, ante un incremento en la oferta monetaria, se observará un decremento en la tasa de interés, para después observarse los efectos ingreso, precios e inflación esperada incrementando la tasa de interés, pero si fue mayor el efecto liquidez el resultado final será una reducción de la tasa de interés con relación a su nivel anterior al incremento de la oferta monetaria.



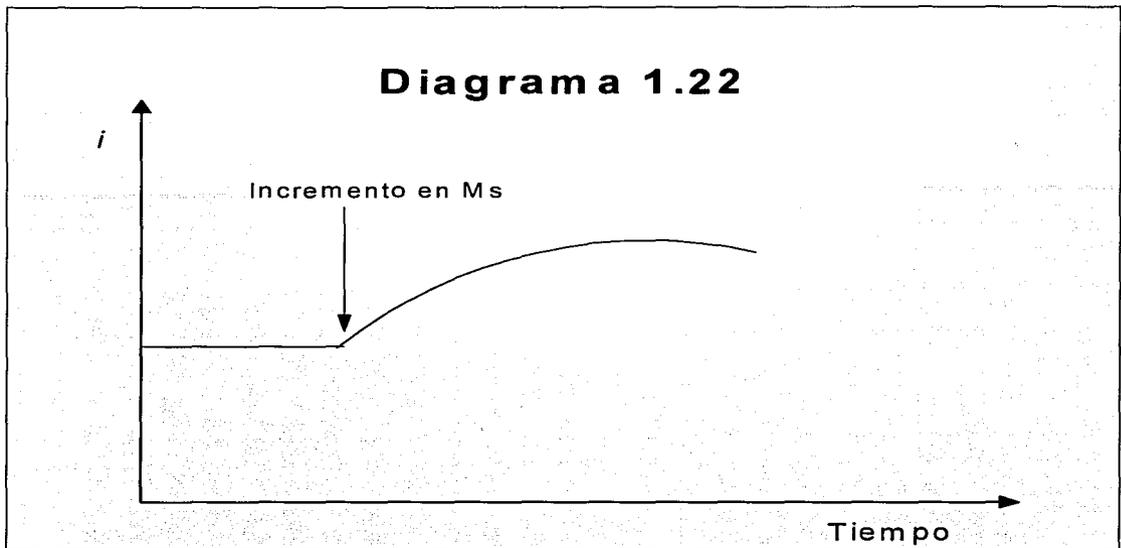
Fuente: Elaboración propia

2. Menor efecto liquidez. En este caso, se observará ante un incremento inicial de la oferta monetaria una caída de la tasa de interés, pero al ser mayores el efecto ingreso, precios e inflación esperada, el resultado final será una tasa de interés mayor que al momento inicial.



Fuente: Elaboración propia

3. Mayor efecto de la inflación esperada. Hay que recordar que éste es un fenómeno subjetivo, y a diferencia del efecto ingreso y efecto precios, éste puede afectar al momento inmediato al incremento de la oferta monetaria. Si este efecto es mayor al efecto liquidez, entonces desde un inicio se observará un incremento en la tasa de interés, que se hará mayor con el resto de los efectos.



Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, el efecto de un incremento en la oferta monetaria va a depender de cual de los tres efectos sea el mayor.

1.3.4.4 La tasa de interés, la balanza de pagos y el tipo de cambio.

La balanza de pagos (el ahorro externo)

Hasta el momento en todas nuestras presentaciones hemos asumido implícitamente la inexistencia del sector externo en la economía, sin embargo, toda economía tiene relaciones con el exterior por muy reducidas que éstas sean. La balanza de pagos se define como “*el registro de las transacciones de los residentes del país con el resto del mundo*”⁵⁸. Este tipo de transacciones se pueden englobar en dos grandes rubros:

- A) Comercio de bienes y servicios y pagos a factores netos: Cuenta corriente.
- B) Flujos netos de capital: Cuenta de capitales.

$$\text{Cuenta corriente} + \text{Cuenta de capitales} = \text{Balanza de pagos}$$

Si volvemos a nuestra ecuación del ingreso, tomando en cuenta en esta ecuación el sector externo, ésta queda como sigue⁵⁹:

⁵⁸ Dornbusch, R. Fisher, S. *Macroeconomía*. Editorial Mc Graw Hill. 1998

⁵⁹ Ignorando en estos momentos los pagos netos a factores, es decir, únicamente tomando en cuenta la balanza comercial, es decir el comercio de bienes y servicios.

$$Y = C + I + (X - M)$$

En dónde ahora nos encontramos dos nuevas variables:

X = Exportaciones, que representan una demanda de los productos internos en el exterior del país, por lo tanto, una mayor cantidad de exportaciones nos da un incremento en Y y representa un gasto para el resto del mundo.

M = Importaciones, que representa una demanda de productos generados al exterior del país, por lo tanto, representa una reducción del ingreso nacional Y , y un incremento en el ingreso del resto del mundo.

El que un país entre en un mercado internacional de bienes y servicios implica que al tener un grado de exportaciones, tiene un ingreso de divisas o moneda internacional utilizada como medio de pago mundial. Con esta cantidad de divisas dada por el nivel de exportaciones, es como se adquieren las importaciones demandadas por el país. Es así como una parte de M es financiada con X . Cuando el monto de X es igual al monto de M tenemos lo que se denomina como equilibrio en la balanza comercial, en este caso, el efecto en el nivel del ingreso es nulo. Sin embargo esto no es lo común, lo común es encontrar un desequilibrio en la balanza comercial, es decir, podemos encontrar un superávit comercial en donde X es mayor a M o un déficit comercial, en donde X es menor a M .

Cuando se tiene un superávit comercial el ingreso de divisas es mayor a su egreso, por lo que se tiene un ahorro. Al contrario cuando se tiene un déficit, los egresos son mayores a los ingresos, por lo que se tiene un des ahorro. Si la economía internacional se compone de dos países, el superávit comercial es igual al déficit del otro. Lo mismo sucede a una mayor cantidad de países. El monto del superávit de todos los países superavitarios es igual a la suma del déficit de todos los países deficitarios⁶⁰. Además, los países deficitarios tienen que obtener las divisas necesarias para cerrar dicho déficit, es decir, tienen que cubrir el pago correspondiente del egreso de M sobre sus X . Esto sólo lo pueden realizar mediante la obtención de ahorro externo. Esto implica que los países con superávit presten recursos a los países con déficit comercial.

La entrada de ahorro externo a un país se registra en la cuenta de capitales. Bajo este contexto, al ahorro externo de un país es el inverso del saldo en la cuenta corriente, es decir, la balanza de pagos de un país tiene que contabilizar cero, los egresos deben de ser iguales a los ingresos, por lo tanto el déficit comercial tiene que ser cubierto con la entrada de capital al país, proveniente de países que cuentan con un superávit comercial.

Al igual que al interior de una economía, el ahorro se atrae por medio del otorgamiento de un rendimiento a los inversionistas. Para que un país deficitario logre cerrar su déficit comercial es necesario que este ingreso capital, el cual entra a un país si se le otorgan un grado de rendimiento. Por lo tanto, las autoridades del país deficitario tienen que ingresar al Sistema Financiero Internacional, con el fin de conseguir recursos para cerrar su déficit comercial. Esto implica que los países deficitarios posean una deuda externa y que tengan

⁶⁰ Es decir, en el comercio internacional si existe la suma cero.

que pagar interés. Al igual que al interior de una economía, esta deuda se puede contratar por medio de préstamos directos o por la emisión de bonos internacionales.

Por lo tanto puede observarse la importancia de la tasa de interés dentro de la balanza de pagos, en el ámbito internacional los países tienen que competir por el ahorro externo, lo que implica que tiene que mantener su tasa de interés interna mayor a los niveles de las tasas externas con el fin de que ingresen los capitales extranjeros y mantener en equilibrio la balanza de pagos.

Esto no queda aquí, la existencia de un sistema financiero internacional implica que los agentes deficitarios de un país tengan la posibilidad de contratar créditos externos, dependiendo de las condiciones del mercado internas y externas, así como de sus posibilidades. La existencia del sistema financiero internacional y el flujo de capitales internacionales se han convertido en uno de los puntos principales en la economía actual. En los siguientes capítulos ahondaremos más sobre este tema, sumamente importante para conocer una parte importante de la naturaleza de las crisis financieras.

El tipo de cambio y la tasa de interés.

El tipo de cambio se define como el precio de una moneda en términos de otra, es decir, el número de unidades monetarias en moneda nacional que se paga por una divisa extranjera⁶¹. Generalmente se tiende a considerar a las monedas extranjeras como un bien más en una economía, y como tal, se ofrece y se demanda, determinando de esta forma su precio, es decir, la oferta y demanda de divisas determina el precio de éstas, o en otras palabras, determina el tipo de cambio⁶².

A igual que la tasa de interés, el tipo de cambio es un instrumento de política económica, ya que éste define el precio de las exportaciones y las importaciones. A mayor tipo de cambio (más moneda nacional por moneda extranjera), las importaciones se encarecen y las exportaciones se abaratan, por lo que por lo general el tipo de cambio se le determina como un indicador de competitividad en el mercado internacional. A mayor tipo de cambio los productos que exporta un país se abaratan en relación con a los productos que importa, lo que incrementa su competitividad internacional.

Un factor que afecta al nivel del tipo de cambio es la tasa de interés, el efecto se da por dos vías, por la oferta y demanda de instrumentos extranjeros, y por medio del nivel de la balanza de pagos.

A) Instrumentos financieros extranjeros.

Como mencionamos en el apartado anterior, con la existencia del sistema financiero internacional los agentes nacionales tienen la posibilidad de contratar créditos externos y

⁶¹ Por ejemplo, cuantos pesos por dólar, pesos por yenes, pesos por libras, etc.

⁶² Esta es una de las diversas teorías sobre la formulación del tipo de cambio, existen toda una serie de estas, entre las principales se encuentra la del nivel de precios internos y externos (poder de compra) derivada del nivel de productividad de cada economía.

también, por lo tanto, la posibilidad de adquirir activos financieros extranjeros. Los agentes nacionales preferirán adquirir activos financieros extranjeros cuando estos otorguen un mayor nivel de rendimiento que los activos internos, es decir, otorguen una tasa de interés mayor. Por lo tanto se da un flujo de capitales internacional en busca de los mejores rendimientos. Para que los agentes nacionales puedan adquirir los instrumentos financieros externos tienen que tener en su posición moneda extranjera en la que estén valuados dichos instrumentos, por lo tanto, cuando la tasa de interés interna es menor a la tasa de interés externa, se incrementa la demanda de divisas, lo que implica un descenso en la demanda de moneda nacional. Este movimiento en la demanda de divisas genera un incremento en su precio, es decir, se incrementa el tipo de cambio, o lo que es lo mismo, se devalúa la moneda nacional y se fortalece la divisa extranjera. El efecto contrario sucede si la tasa de interés nacional es mayor a la tasa de interés extranjera, en este caso se reduce la demanda de divisas, reduciendo de esta forma el tipo de cambio, lo que indica una revaluación de la moneda nacional y una debilidad de la divisa extranjera.

B) La teoría general nos indica que cuando un país presenta un déficit comercial la forma de resolverlo es bajando el nivel de M e incrementando el nivel de X por la vía de la devaluación. Una devaluación lo que genera es un incremento en el precio de las importaciones, reduciendo su demanda y una baja del precio de las exportaciones, incrementando su demanda. Para que este mecanismo sea eficiente, la baja en el precio de las exportaciones debe ser menor al incremento en la cantidad demandada, mientras que el incremento en el precio de las importaciones debe de ser menor al decremento en la cantidad demandada de M . Esto es debido a que el monto de X se calcula multiplicando el precio de éstas por su cantidad, por lo tanto, si el precio y la cantidad se neutralizan en sus movimientos contrarios, no se obtendrá ningún beneficio, lo mismo sucede en el caso de las importaciones⁶³. Sin embargo, si existen movimientos internacionales de capitales, no es necesaria la devaluación para cerrar el déficit comercial. Si la entrada de capitales es suficiente para cubrir el déficit comercial, entonces no es necesaria la corrección, es así como el déficit comercial es sostenido con entrada de capitales, los cuales son atraídos con tasas de interés internas mayores a las tasas de interés internacionales. La entrada de los capitales externos, "evita" una posible devaluación mientras estos cubran el déficit comercial, además de que la entrada de capital incrementa las reservas internacionales del país receptor, lo que fortalece su moneda y genera un tipo de cambio que no corresponde a los términos de intercambio reales, es decir, se dan menos pesos por dólar de los que deberían (se sobre valúa la moneda). Por lo tanto, el tipo de cambio se ve afectado por la tasa de interés por la intermediación de la cuenta de capital, que le permite su sobrevaluación y que, por ende, el tipo de cambio no corresponda a su valor real. Así mismo, si tomamos en cuenta que la compraventa de divisas a su vez es una inversión en el sentido en que puedes comprar divisas con el fin de venderlas posteriormente a un mayor precio cuando se presente una devaluación. Cuando existe este riesgo de devaluación el gobierno tiene la herramienta de incrementar la tasa de interés y atraer capitales, con el fin de evitarla y reducir el grado de riesgo.

⁶³ Por lo tanto, para que una devaluación sea efectiva para mejorar la balanza comercial es necesario que se cumpla la condición Marshall - Lerner, que indica que la suma de las elasticidades precio de la demanda de X y M debe de ser mayor a uno.

CONCLUSIONES

En este primer capítulo hemos abordado la primera parte del marco teórico del presente trabajo de investigación y nos encontramos con herramientas básicas para comprender como el sector financiero afecta al sector real. El sector financiero en una economía tiene como objetivo principal incrementar el nivel de inversión y con esto cooperar en el crecimiento y desarrollo económico. En el análisis realizado nos encontramos con dos puntos centrales a desarrollar: lo que se negocia en el sistema financiero es dinero y éste se presta cobrando un interés. En el estudio sobre estos dos tópicos abordamos las tres visiones teóricas generales existentes en la ciencia económica para conocer, bajo diferentes perspectivas, como es que afectan al sistema económico en general. En general podemos concluir que en la visión ortodoxa el sistema económico en su conjunto tiende a un equilibrio estable, y bajo ciertos supuestos, el dinero no afecta a las variables reales de la economía, sólo afecta al nivel general de precios, y que la tasa de interés encuentra un equilibrio. Mientras que en la visión keynesiana y marxista no existe una estabilidad en el sistema económico, bajo estas dos perspectivas el dinero no es neutral, es decir, puede acelerar o frenar el crecimiento económico, además de que la tasa de interés no es estable, en el caso de Keynes, y no tiene un equilibrio, en el caso de Marx. Estas dos últimas posiciones son centrales para comprender el estudio de la inestabilidad en el sistema financiero y como se llega a las crisis de esta índole. Pudimos observar como en el planteamiento keynesiano la existencia de la incertidumbre, la especulación y las expectativas cambiantes provocan que la tasa de interés sea volátil, afectando de esta manera a los deseos de invertir de los agentes económicos.

Este primer capítulo nos dota de las herramientas necesarias para poder llevar a cabo el análisis de la inestabilidad y crisis financieras, antes de iniciar este estudio consideramos necesario comprender la serie de conceptos presentados en este primer capítulo. Si nos plantamos en la corriente ortodoxa, el sistema económico encuentra un equilibrio estable, en cambio, en las corrientes keynesianas y marxistas nos podemos encontrar la existencia de acontecimientos que logran sacar al sistema económico de su equilibrio, alterarlo, y generando serios problemas que pueden traer un descenso en el nivel de ingreso.

El estudio de las variables aquí presentadas, en especial de la forma en la que está determinada la tasa de interés, la forma en la que está afecta a variables claves en la economía, el papel del dinero en una economía, tanto en su función de medio de pago y depósito de valor, así como el ser un instrumento financiero que puede ser negociado en un mercado dadas sus características, nos dotan de elementos y herramientas claves para comprender el funcionamiento del sistema económico en general y, como veremos en capítulos posteriores, nos ayudará a comprender como se general las crisis económicas, como estallan, y como afectan, y al mismo tiempo, nos permitirá comprender de una manera más clara los acontecimientos actuales en la economía mexicana.

CAPÍTULO 2.- INESTABILIDAD Y CRISIS FINANCIERAS.

Este capítulo tiene el objetivo de llevar a cabo el estudio teórico del tema central de nuestra tesis: la inestabilidad y las crisis financieras.

La teoría económica indica que la existencia del financiamiento externo permite incrementar el nivel de inversión en una economía, lo que permite a su vez mantener un mayor nivel de crecimiento económico. Pero entonces: ¿Cómo es posible que el financiamiento externo, en cualquiera de sus modalidades, puede llegar a ser perjudicial a una economía en su conjunto?

La relación existente entre el sector financiero y el sector real de una economía es compleja, y es precisamente de esta relación de donde surge la respuesta a la pregunta formulada en el párrafo anterior. Esta relación es una relación suprayectiva, es decir, el sector real afecta al sector financiero y viceversa. Es por ello que la existencia de una serie de alteraciones en cada uno de los sectores puede desencadenar en una crisis, cuyas repercusiones pueden llegar a ser desastrosas para la economía.

Antes de adentrarnos al estudio formal de lo que son, las causas y efectos de las crisis financieras, es importante iniciar con un estudio general de un tema sumamente discutido en el ámbito de la ciencia económica: la inestabilidad. Las crisis, en cualquiera de sus modalidades, se presentan por que la economía es inherentemente inestable, es decir, se encuentra en constante movimiento y presenta cambios que la pueden desestabilizar considerablemente. El dinamismo de la propia economía es la que crea la inestabilidad existente en ésta. Existen varias clases de inestabilidad, y en nuestro caso la que nos interesa estudiar es la inestabilidad financiera.

Es por ello que este capítulo lo dividiremos en dos partes:

- a) El estudio de la inestabilidad financiera, en dónde iniciaremos con una breve discusión sobre la estabilidad e inestabilidad económica en las diferentes escuelas del pensamiento económico, para finalizar con la interpretación de Steindel, Kalecki, por supuesto H. P. Minsky, y Jan Toporowski sobre los procesos de inestabilidad financiera.
- b) El estudio de las crisis financieras. Veremos una serie de interpretaciones dadas por distintos autores sobre este tipo de crisis, así como los tipos existentes de éstas, sus causas, orígenes y consecuencias.

2.1. La inestabilidad económica.

El estudio de la ciencia económica es un proceso complejo debido a que nos podemos encontrar diferentes concepciones e interpretaciones con referencia a un mismo tema. Obviamente, el que exista diferentes formas de interpretar los fenómenos económicos nos lleva a obtener diferentes resultados y conclusiones al respecto del comportamiento económico general.

En el presente trabajo de investigación se ha estudiado las tres visiones existentes del pensamiento teórico: la escuela ortodoxa (clásicos, neoclásicos, la síntesis neoclásica, los

monetaristas), la escuela heterodoxa o de la demanda efectiva (Keynesianos, post keynesianos) y la escuela Marxista.

En el estudio de la tasa del interés y el dinero, se muestra que estas tres teorías tienen diferentes concepciones acerca de estos fenómenos económicos. Así como existen discrepancias sobre estos temas, las escuelas del pensamiento económico tienen diferencias sobre la forma en la que ven el funcionamiento de una economía en general. La corriente del pensamiento ortodoxo considera que la economía se encuentra en un equilibrio estable, en cambio, las corrientes heterodoxa y marxistas consideran que una economía capitalista, y que se basa en el mercado, es inherentemente inestable, aunque la fuente de la inestabilidad y la forma en la que la interpretan ambas escuelas tiene profundas diferencias. Analizaremos esto con más detalle.

2.1.1 Estabilidad Vs. Inestabilidad: un viejo debate en la teoría económica.

2.1.1.1. La estabilidad económica ortodoxa.

La escuela económica ortodoxa considera que la economía por lo general se mantiene dentro de un **equilibrio**, en el cual las fuerzas productivas se mantienen empleadas con la mayor efectividad posible, existe el pleno empleo de los factores y tanto los diferentes precios en la economía (de bienes, servicios y del trabajo) como el valor de la tasa de interés se encuentran establecidos en su valor “correcto”, es decir, los precios y los salarios se encuentran establecidos en el nivel en donde se iguala la oferta y la demanda, mientras que la tasa de interés se encuentra en el nivel de la tasa natural que iguala la oferta y demanda de ahorros¹.

Lo importante a destacar es que la escuela ortodoxa no sólo considera que la economía se encuentra en equilibrio, sino que establece que este equilibrio es **estable**.

Esto implica que si existen una serie de alteraciones que lleven a la economía a salirse del equilibrio actual, la fuerza de la “mano invisible” guiará nuevamente a la economía al equilibrio anterior o, en su defecto, a un nuevo equilibrio que conserva las características anteriormente descritas (pleno empleo y la igualación entre oferta y demanda en los distintos mercados).

El estudio formal de la manera en la que una economía en su totalidad logra alcanzar el equilibrio general inicia con el trabajo de Leon Walras², precisamente llamado “Teoría del equilibrio general”, publicado en 1874. Walras utilizó un modelo simplificado para representar el funcionamiento de una economía y como es que ésta puede alcanzar un equilibrio general estable.

La escuela ortodoxa siguió el estudio de Walras y mantuvo en su análisis teórico los supuestos establecidos por éste y es así como la teoría ortodoxa asume que unas cuantas cosas en la economía pueden cambiar, pero en el largo plazo y por lo general, la economía es estable.

¹ Lo que indica que todos los mercados, tanto de trabajo como los mercados monetarios, de ahorro y de dinero, se encuentran en equilibrio.

² Aunque es importante destacar que toda la teoría ortodoxa sigue los planteamientos iniciados por David Ricardo.

Bajo esta concepción la dinámica económica no tiene ningún sentido. La percepción ortodoxa maneja en sus modelos que todas las variables cambian y reaccionan simultáneamente por lo que hay una rápida reacción que genera que la economía regrese a una posición de equilibrio de forma automática. Es así como se considera que en estos modelos no existe el tiempo histórico, es decir, estos modelos se presentan en forma seccionada en donde cada tiempo t no tiene relación con el tiempo $t-1$, $t-2$, ... $t-n$. Lo que supone que los tiempos son lógicos e iguales y las perturbaciones que se llegan a presentar (sean tecnológicas, de shocks monetarios, de oferta, de demanda, etc.) generan efectos temporales y en el largo plazo la economía tiende a regresar a un equilibrio estable.

Es importante hacer notar que no todos los modelos que se basan en los supuestos de la corriente ortodoxa son modelos estáticos en donde el tiempo no influye. Existen también numerosos estudios de economistas de la corriente ortodoxa que estudian a la economía en una visión dinámica, en donde lo sucedido en el tiempo t se ve afectado por los acontecimientos del pasado y afectará de igual forma a lo que suceda en el futuro. Sin embargo los modelos dinámicos ortodoxos se mantienen en el estudio de la forma en la que la economía llega al equilibrio. En estos modelos ortodoxos dinámicos lo que se trata de estudiar y de demostrar es que la economía converge a un punto de equilibrio estable, sólo que ahora también se busca conocer el camino que se sigue para llegar a dicho punto³.

El hecho de considerar que la economía se encuentra en un equilibrio estable radica en los supuestos microeconómicos y macroeconómicos de los modelos ortodoxos.

▪ Supuestos microeconómicos:

- a) Los precios son los parámetros del comportamiento y se asume la existencia de un subastador que debido a que otorga gratuitamente información acerca del nivel de la oferta y demanda es que se posibilita que los precios alcancen su nivel de equilibrio. Debido a que los precios están en el equilibrio y se iguala la oferta con la demanda el comercio existente se realiza a precios correctos, es decir, no hay lugar para el "intercambio falso" por lo que los empresarios no pueden obtener ganancias extraordinarias.
- b) Al mismo tiempo, en el modelo ortodoxo virtualmente no existen instituciones financieras bancarias, no existen activos de capital de larga vida⁴, y por lo general las empresas no asumen posiciones de financiamiento externo bancario para financiar la formación de capital fijo. Esto indica que en el modelo ortodoxo se asume que la banca lleva a cabo únicamente funciones de intermediación del ahorro entre las unidades deficitarias y las unidades superavitarias. A su vez se ignora que la banca tenga la capacidad de crear dinero, y en dado caso que lo haga, esta creación de dinero bancario únicamente es utilizada con el fin de financiar el capital de trabajo de las empresas, es decir, el pago de salarios, por lo que al momento de que sea realizada la producción, el total de salarios se utilizará para pagar el gasto de consumo de los trabajadores,

³ Es decir, se trata de conocer si en el camino del punto A al punto B la economía sigue un camino lineal, explosivo, asintótico u oscilatorio, lo cual depende de los valores que tomen las raíces características del modelo matemático dinámico establecido.

⁴ Lo que indica que la depreciación del capital fijo se da en un solo período de tiempo.

regresando el monto total a las empresas y éstas a los bancos, cerrando un ciclo en el cual el dinero se crea para ser destruido sin tener efectos multiplicadores sobre el nivel del ingreso.

- c) También se supone que el dinero es neutral y únicamente se utiliza con el objeto de llevar a cabo los intercambios comerciales, por lo que los incrementos y decrementos de la oferta monetaria solamente tienen efectos en el nivel general de precios y no en la producción.
- d) Principalmente se asume que existe una competencia perfecta y libre movilidad de los factores lo que para la economía ortodoxa es condición suficiente para alcanzar el pleno empleo.
 - Supuestos macroeconómicos:
 - a) Existe un mercado laboral agregado. Por medio de la función de producción y la interacción del mercado laboral se establece el nivel de ingreso agregado de pleno empleo.
 - b) El desempleo involuntario solamente es friccional y de carácter temporal.
 - c) Los precios y los salarios son totalmente flexibles lo que permite llegar al pleno empleo y al equilibrio entre la oferta y la demanda de los diversos mercados existentes.
 - d) La tasa de interés se determina en el nivel en donde se iguala la oferta y demanda de fondos, es decir, la tasa de interés se determina por medio de factores reales.
 - e) Otro de los supuestos fundamentales de los modelos ortodoxos es que los agentes económicos basan su comportamiento en expectativas racionales, lo que implica que la política monetaria y fiscal solamente tienen efectos de corto plazo en el ingreso.

Todos estos supuestos llevan a los economistas ortodoxos a considerar que la economía funciona como una maquinaria perfectamente aceitada y únicamente con problemas de carácter temporal lo que indica que la economía siempre regresa al pleno empleo y a un equilibrio estable, conclusión radicalmente diferente a la escuela Keynesiana y Marxista.

2.1.1.2. La inestabilidad en la economía heterodoxa.

Al contrario del análisis ortodoxo, tanto la escuela keynesiana como la escuela marxista consideran que la economía capitalista no es estable ni tiende a un equilibrio. El que la escuela ortodoxa llegue a las conclusiones presentadas en el apartado anterior radica en sus supuestos simplificadores del comportamiento económico. Precisamente, la escuela heterodoxa para considerar que la economía es inherentemente inestable crítica al modelo ortodoxo desde los supuestos establecidos.

Para Keynes es imposible que la política económica se base en una teoría en la cual se supone que la economía se encuentra en equilibrio, textualmente indica:

“Many people are trying to solve the problem of unemployment with a theory which is based on the assumption that there is no unemployment”⁵

Para Keynes el problema radica en que los economistas ortodoxos están convencidos de que su modelo abstracto contiene la llave para resolver los problemas del mundo real y basan sus conjeturas en que en el largo plazo la economía recuperará el equilibrio por lo que se olvidan de estudiar la inestabilidad existente en el corto plazo que puede generar drásticas reducciones en el nivel de inversión, del producto y del empleo.

Keynes escribió su obra maestra *“La Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero”* en el año de 1936 y en la cual se esboza una teoría del por qué en una economía capitalista se presentan fluctuaciones en el nivel del producto y del ingreso. Keynes va más allá que la teoría ortodoxa, ya que a diferencia de ésta, Keynes hace un análisis más completo y real del funcionamiento de una economía capitalista que basa sus relaciones en la utilización del dinero.

Es importante recordar que para los ortodoxos el dinero únicamente es un velo en el cual se ocultan las transacciones reales y éste únicamente se utiliza con el fin de agilizar las transacciones comerciales. Este punto de vista de la escuela ortodoxa elimina toda una serie de implicaciones sumamente importantes del comportamiento de una economía eminentemente monetaria como es la economía capitalista.

Es precisamente esto lo que diferencia en un inicio a Keynes con la escuela ortodoxa. Para Keynes el dinero juega un papel sumamente importante en el comportamiento del nivel general del producto, además de que éste es endógeno, es decir, es creado por el mismo sistema y no es neutral, lo que indica que si tiene efectos sobre el nivel del producto y no únicamente efectos nominales, como lo plantea la escuela ortodoxa.

La escuela ortodoxa no únicamente no le da cabida al dinero, sino que además no toma en cuenta la serie de complejas relaciones existentes entre las instituciones financieras y las empresas que afectan al comportamiento del sistema económico capitalista. En la escuela ortodoxa, tanto el dinero como las relaciones financieras son introducidas después de que el análisis nos lleva al equilibrio y a un resultado coherente. En cambio, en el análisis keynesiano las instituciones financieras y el dinero tienen un papel importante en el funcionamiento económico general por lo que nos otorga una teoría económica que alcanza un entendimiento más profundo y coherente sobre la economía capitalista que la interpretación dada por los ortodoxos.

Es precisamente del reconocimiento de las características del dinero y la introducción del análisis de las relaciones financieras entre los agentes económicos como Keynes demuestra que la economía capitalista es inestable. Pero antes, para realizar un análisis completo de la inestabilidad capitalista desde el punto de vista de la teoría heterodoxa, es importante también incluir en el análisis la función del tiempo, la incertidumbre, las expectativas y la especulación.

⁵ *“Mucha gente esta tratando de resolver el problema del desempleo con una teoría que esta basada en el supuesto de que no existe el desempleo”*. Citado en: Prelman, Martin *The natural instability of markets*. St. Martin's Press. New York. 1999. Página. 14.

- *El tiempo en la economía heterodoxa.* Como ya mencionamos anteriormente, en la teoría ortodoxa el tiempo no juega un papel importante. En los modelos ortodoxos los tiempos son lógicos e iguales y las variables económicas claves como el consumo, la eficiencia marginal del capital, la tasa de interés, etc, se determinan en conjunto en un sistema de ecuaciones desapareciendo de esta forma el elemento tiempo. Es así como en la economía ortodoxa el tiempo t no se ve afectado por el tiempo $t-1, t-2, \dots, t-n$. En cambio en el análisis keynesiano y postkeynesiano se plantea que el tiempo es histórico por lo que el presente se ve afectado por lo que ha sucedido en el pasado y a la vez, los acontecimientos de hoy tendrán una fuerte influencia en lo que llegue a pasar en el futuro, afectando de esta forma las decisiones de los agentes económicos. Es por ello que en la escuela de pensamiento keynesiano el tiempo juega un papel importante, empezando con el hecho de que la producción lleva tiempo y entre el período de producción y realización de ésta⁶ pueden presentarse una serie de fenómenos que rompan el circuito de realización de la inversión, he de ahí la importancia de considerar los tiempos históricos, además que al considerar la existencia y la influencia del tiempo se acepta que la economía es eminentemente dinámica y que en el proceso de crecimiento y desarrollo se pueden crear desequilibrios.
- *Riesgo Vs. Incertidumbre.* Entre las escuelas del pensamiento económico existe consenso en que un evento puede generar diferentes resultados. La diferencia entre la escuela ortodoxa y la heterodoxa radica en que la primera utilizan el concepto de riesgo en el proceso de la toma de decisiones, mientras que la escuela heterodoxa utiliza el concepto de incertidumbre. Estas dos concepciones son radicalmente distintas debido a que el concepto de riesgo implica que se puede calcular la probabilidad de ocurrencia de un evento dado, mientras que en el concepto de incertidumbre no existe medición alguna de la posibilidad de ocurrencia de un evento⁷. Esta no es una diferencia insignificante, al contrario, tiene implicaciones teóricas muy importantes. Bajo la incertidumbre es imposible saber con certeza alguna lo que sucederá en el futuro, el futuro es incierto y no necesariamente los eventos observados en el pasado se repetirán en el futuro por lo que los agentes económicos, al tener incertidumbre de lo que ocurrirá, pueden cambiar bruscamente sus expectativas, alterando de esta forma el comportamiento y la funcionalidad de el sistema económico en general.
- *El papel de las expectativas.* En la teoría ortodoxa la introducción de las expectativas racionales es un punto básico para que la economía llegue al nivel del equilibrio general. Como vimos en el capítulo anterior, el enfoque de las expectativas racionales se basa en que los agentes económicos utilizan correctamente toda la información disponible para realizar sus previsiones de los movimientos de las variables económicas. En el enfoque de las expectativas racionales se asume que la

⁶ Ya sea de bienes de capital, de consumo o intermedios.

⁷ Para un análisis más completo de este tema y la diferencia entre riesgo e incertidumbre véase: Knight *Risk, uncertainty, and profit*. 1992 y, por supuesto, a las obras de Keynes. *Treatise of probability* (1921) y la *Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero* (1936). O una forma resumida en Watchel, Paul. *Crisis in the economics and financial structure*. Capítulo 1. Lexington Books. 1982

economía se comporta según un modelo establecido⁸, el cual todos los agentes de la economía conocen y aplican para realizar sus predicciones futuras. Es por ello que tanto la política fiscal como la política monetaria no tienen efectos sobre el nivel del producto a menos que éstas sean aplicadas de forma imprevista, pero aún así, sus efectos serán de corto plazo ya que el error en la predicción por parte de los agentes económicos será corregida y ajustada al nivel real. El modelo de expectativas racionales implica que todos los agentes económicos cuentan con toda la información disponible y que todos utilizan el mismo modelo, lo que arroja que no exista incertidumbre en su interpretación del comportamiento de una economía, es decir, si los agentes se comportan conforme a las expectativas racionales conocen con previsión perfecta (o casi perfecta) lo que ocurrirá en el futuro. Sin embargo, para la teoría heterodoxa el enfoque de las expectativas racionales no es real porque no existe la seguridad de que los agentes económicos actúen bajo las bases de un mismo modelo, además de que es imposible que todos ellos tengan toda y la misma información. A diferencia de la teoría ortodoxa, la escuela keynesiana y post keynesiana considera que las expectativas son una fuente de desestabilización de la economía, como menciona Minsky, “*Keynes sostuvo que el proceso de formación de las expectativas en nuestra economía es potencialmente desestabilizador.*”⁹, no un proceso que asegure la existencia del equilibrio general¹⁰. Esto se debe a que en el planteamiento heterodoxo la formación de las expectativas se realizan bajo un mundo incierto, por lo que dichas expectativas (en especial sobre las ganancias e ingresos futuros y la estructura de los pasivos de las empresas que son fundamentales en el comportamiento del sistema económico) son inciertas, es decir, existe incertidumbre en que las expectativas planteadas se cumplan. El que las expectativas (de ganancias y de las deudas contratadas) sean inciertas “*torna muy volátil la inversión*”¹¹, lo que genera las fluctuaciones económicas. Incluso, en una economía incierta, el dinero no es neutral, como veremos más adelante. He de ahí la importancia del planteamiento de la incertidumbre dentro de la economía.

- *El papel de la especulación.* Como hemos visto, los modelos ortodoxos suponen que los agentes económicos actúan de forma racional. El asumir la racionalidad otorga al sistema de un comportamiento regular en donde no existe o se ignora la existencia de la especulación. En cambio, para Keynes la especulación juega un papel sumamente importante debido a que esta actividad, como vimos en el capítulo anterior, crea fluctuaciones en la tasa de interés, lo que dota de un fuerte grado de inestabilidad a la inversión al no poder determinar con certeza el grado del costo del financiamiento.

⁸ Para ver el modelo de las expectativas racionales presentado por Lucas en la década de los setenta que trajo un cambio radical en el estudio de la teoría económica véase: Dornbusch, R. *Macroeconomía*. Capítulo 8. Editorial MacGraw Hill. Séptima edición. 1998.

⁹ Minsky, H. P. “El Legado de Keynes” en *Investigación económica* 177, Julio – Septiembre de 1986

¹⁰ Las expectativas racionales, en este aspecto, toman el rol “moderno” de la mano invisible de Adam Smith.

¹¹ Levy, Noemí. *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión en México 1960-1994*. Tesis doctoral, UNAM Facultad de Economía 1998.

Al comprender estos cuatro conceptos anteriores se facilita la comprensión del porque en el análisis heterodoxo la economía es inestable, lo que se debe fundamentalmente a que el dinero no es neutral y a que se acepta la importancia de las instituciones financieras y la existencia de las relaciones financieras entre bancos y las empresas. Los cuatro puntos presentados llevan a marcadas diferencias entre las corrientes de pensamiento ortodoxo y heterodoxo y a resultados diametralmente diferentes acerca de la estabilidad económica. Esencialmente las diferencias se basan en que al introducir estos cuatro puntos en el análisis el dinero no es neutral y las relaciones financieras juegan un rol determinante en las decisiones de inversión y en sus fluctuaciones.

Si incorporamos al análisis el tiempo, la incertidumbre, las expectativas inciertas y la especulación, el dinero juega un papel diferente al que plantea la escuela ortodoxa. Es decir, no únicamente funciona como medio de engrane para incrementar la circulación y agilizar el intercambio de bienes, sino que afecta el nivel de ingreso. Bajo el contexto keynesiano el dinero no puede ser neutral.

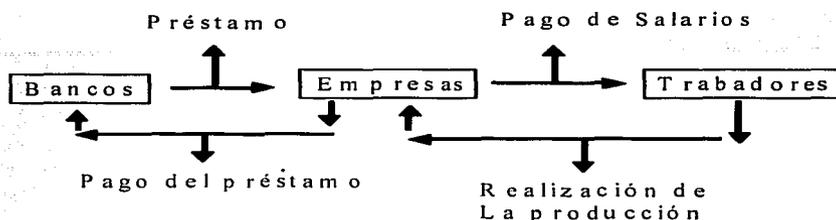
En la ortodoxia el dinero es neutral porque esta teoría lo incorpora en su análisis después de que se realiza el intercambio de equivalentes y el dinero se utiliza para determinar el nivel de los precios absolutos¹² en una medida monetaria que agiliza las transacciones ínter temporales. Además de que se determina la oferta monetaria como exógena, creada y determinada en su cantidad por el Gobierno o por el Banco Central. Sin embargo, también aceptan que el dinero puede ser creado por las instituciones bancarias, es decir, aceptan un componente endógeno en la oferta monetaria. No obstante, este dinero bancario también es neutral debido a que según el planteamiento ortodoxo el dinero bancario únicamente puede ser utilizado para financiar capital de trabajo, es decir, el monto de dinero creado se iguala con el monto de los salarios, lo cual determina una condición de equilibrio ya que los salarios son gastados en su totalidad por los trabajadores (supuesto determinado por la Ley de Say), por lo que el dinero bancario únicamente circula entre los agentes participantes (Bancos – Empresas – Trabajadores) bajo un esquema en el cual el dinero bancario es creado para ser destruido posteriormente sin tener efectos multiplicadores sobre el nivel del ingreso y el producto¹³.

Podemos ver esto en la siguiente gráfica.

¹² Mientras que los precios relativos son determinados en el sector productivo.

¹³ Bajo este contexto el dinero es efímero debido a que al ser pagados los préstamos bancarios el dinero no existe más.

Diagrama 2.1. Circuito Monetario Ortodoxo



Fuente: Elaboración propia.

Recordemos que para la escuela ortodoxa la inversión¹⁴ únicamente puede ser financiada con ahorro *ex ante*, ya sea éste derivado por ganancias empresariales o por ahorro de las familias, por lo que el ahorro determina el nivel de inversión y la creación de dinero bancario no es utilizada con el fin de financiar la producción o compra de bienes de capital ya que únicamente traería efectos inflacionarios.

En el pensamiento de la economía ortodoxa la banca únicamente cumple con funciones de intermediación entre ahorradores e inversionistas. En el modelo ortodoxo la gran mayoría de la transformación de ahorro en inversión se lleva a cabo por el mercado de bonos, mientras que la minoría se lleva a cabo por medio de las funciones de intermediación de las instituciones bancarias.

En cambio, para la escuela heterodoxa el dinero es esencialmente endógeno y no es neutral, además la banca juega un papel sumamente importante. Esto debido a que la teoría keynesiana y post keynesiana reconoce la importancia de las relaciones financieras en una economía y en especial se reconoce la importancia de la creación del dinero bancario con el fin de financiar no sólo capital de trabajo y cumplir un circuito monetario, sino que se reconoce que el dinero bancario es utilizado también con el fin de financiar gastos de inversión, gastos del gobierno y consumo, afectando de esta manera la demanda efectiva y generando efectos multiplicadores.

Además el dinero se considera endógeno porque según la corriente heterodoxa las instituciones bancarias no tienen una restricción de ahorro para la creación de dinero. La cantidad de dinero se determina por las propias necesidades de los agentes económicos. Para el gobierno la cantidad de dinero está determinada por su deseo de gasto, al igual que para las familias. Para las empresas no sólo influye su deseo de gastos en inversión, sino también su capacidad para generar ganancias y pagar los préstamos bancarios, por lo que su demanda de dinero se ve afectada por el nivel de la tasa de interés.

¹⁴ Definida esta como el incremento en el stock de capital.

La ortodoxia no sólo ignora los efectos monetarios en el capitalismo, sino que también dejan de lado los aspectos financieros de importancia fundamental para el pensamiento keynesiano ya que no pueden ser ignorados los “*disturbios traumáticos en los mercados financieros*”¹⁵. Según Keynes y la economía heterodoxa, la economía capitalista no puede ser entendida en su totalidad sin comprender al sector monetario y financiero. Para esta escuela de pensamiento no se puede ignorar las transacciones efectuadas por el sistema financiero y en especial aquellas que se llevan a cabo sobre la base de la creación de dinero porque éste afecta la determinación de los precios de los activos fijos, los cuales a su vez han sido adquiridos por sus propietarios por medio de dinero prestado, es decir, por medio de financiamiento externo mayormente otorgado por el sistema bancario, el dinero bancario financia la posesión de activos y hay un compromiso de pago, es decir, se intercambia deuda por dinero, y como menciona Minsky: “*Esta visión de Keynes toma en serio la realidad institucional de un sistema bancario que se endeuda y presta simultáneamente. Los préstamos bancarios financian la posesión de activos y la producción y “crean” dinero y dinero semejante a activos*”¹⁶.

Es así como la banca y el dinero juegan un rol principal en el funcionamiento de la economía capitalista. Pero hasta el momento no hemos explicado apropiadamente porque la economía capitalista es inestable. Lo único que hemos resaltado hasta ahora es que para la escuela heterodoxa el dinero no es neutral y las relaciones financieras son sumamente importantes. Ahora, si introducimos al tiempo histórico, la incertidumbre, las expectativas inciertas y la especulación al análisis del dinero y el financiamiento externo veremos el porque de la existencia de la inestabilidad capitalista.

Fuentes de la inestabilidad:

- El papel del dinero.
- a) Bajo la concepción keynesiana la utilización del dinero en la economía es una fuente de inestabilidad, esto debido a los efectos que éste tiene en la economía cuando hay un incremento en la preferencia por la liquidez de los agentes económicos. Un incremento en la preferencia por la liquidez implica un aumento en la demanda de dinero. Si recordamos las características del dinero expuestas en el capítulo primero¹⁷, este aumento en la demanda de dinero genera una reducción del nivel de ingreso y del producto. La fuente del incremento de la preferencia por la liquidez es debido a un cambio en las expectativas de los agentes debido a que tienen incertidumbre de lo que pueda llegar a pasar en el futuro, por lo que deciden protegerse de futuras eventualidades negativas atesorando dinero, como menciona Parguez “*When there exists a desire for accumulating money, it is the mark of an anomaly that could jeopardize the stability of the economy*”¹⁸.

¹⁵ Minsky. H. P. “El Legado de Keynes” en *Investigación económica* 177, Julio – Septiembre de 1986

¹⁶ Minsky. H. P. “El Legado de Keynes” en *Investigación económica* 177, Julio – Septiembre de 1986. Subrayado nuestro

¹⁷ Elasticidad de producción igual, o muy cercana, a cero; Elasticidad de sustitución igual o cercana a cero; El costo de transferir el dinero de su función de medio de cambio a depósito de valor es cero.

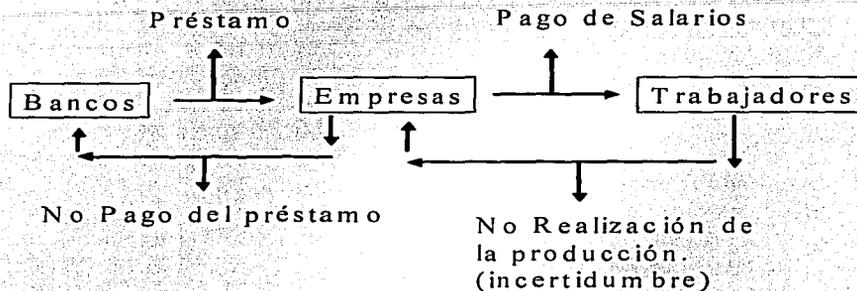
¹⁸ “*Cuando existe un deseo de acumular dinero es la marca de una anomalía que puede poner en peligro la estabilidad económica.*”, en Parguez, Alain. *Victoria Chick and then Theory of the Monetary Circuit: An Enlightening Debate*. University of France – Comte. 2000

Como puede verse, la inclusión de las expectativas inciertas genera que en un momento determinado la Ley de Say no se cumpla, es decir, el deseo de acumular dinero por parte de los agentes económicos rompe el ciclo de la realización de la producción ya que se sustituye la demanda de bienes y servicios por la demanda de dinero, retirando de esta forma el dinero de la circulación y manteniéndolo ocioso en un volumen significativo y por un período relativamente largo, afectando de esta forma el volumen de la producción negativamente e incrementando la tasa de interés, lo que a su vez afecta al monto de inversión en forma negativa. Es así como el dinero no es neutral y el papel que la incertidumbre juega en las expectativas futuras es fundamental en el deseo de atesorar dinero lo que afecta tanto al nivel del producto como al nivel de la inversión por la vía de los cambios en la tasa de interés. Es importante recordar que esta reducción en el consumo implica un incremento en el nivel de ahorro, sin embargo, este incremento del nivel de ahorro no se traduce en un incremento en la inversión debido a que este ahorro se atesora y no se utiliza para la compra de bonos o se deposita en las instituciones bancarias. Esto debido a que el atesoramiento del dinero obedece a que las expectativas de los agentes implican que estos pueden obtener pérdidas de capital o desvalorización de su dinero si lo invierten en bonos o si lo depositan¹⁹.

- b) El proceso anterior se aplica a la acumulación del dinero existente, sin embargo, esto mismo se puede aplicar al circuito monetario del dinero creado por las instituciones bancarias. Al igual que en el caso anterior, un cambio en las expectativas de los consumidores puede traer un incremento en la preferencia por la liquidez, sólo que en este caso podemos ver un efecto más complejo dada la introducción de las instituciones bancarias en el proceso de circulación del dinero. Veamos el efecto e la siguiente gráfica.

¹⁹ Bajo el contexto keynesiano la decisión de no consumir hoy no necesariamente se traducirá en un mayor consumo en el futuro como en el caso de los ortodoxos y a su vez no todo ahorro se utiliza para la compra de bonos.

Diagrama 2.2 Circuito Monetario con incertidumbre en las expectativas



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar el proceso descrito en el inciso anterior genera mayores problemas dado que en este caso la acumulación de dinero no solamente afecta el nivel de producción sino que también genera la imposibilidad del pago de los préstamos bancarios. Esto implica que la existencia del financiamiento externo genera otra fuente de inestabilidad, la inestabilidad financiera, que veremos con más detalle más adelante.

- c) A su vez, el dinero juega un papel importante en la determinación del precio de los activos fijos en el sector financiero, es decir, determina el precio de demanda, elemento fundamental para los determinantes de la inversión bajo la perspectiva keynesiana. Para Keynes, todos los activos, tanto reales como financieros generan utilidades (ingresos) y des utilidades (egresos) a sus propietarios y tienen cierto grado de liquidez. Para Keynes el activo "base" es el dinero, el cual no otorga ningún tipo de utilidad o des utilidad por su tenencia, pero en cambio, tiene el mayor grado de liquidez que de hecho es su único rendimiento. En cambio, a menor nivel de liquidez de los activos financieros, mayor es el grado de rendimientos que debe de otorgar. Es así como, al momento de cambiar la preferencia por la liquidez y, por lo tanto, aumentar la demanda de dinero, el precio de los activos financieros que otorgan un rendimiento dado, pero que tiene un menor grado de liquidez, tiende a caer dado que se reduce su demanda. Es así como el dinero, y más específicamente la demanda de éste, juega un papel importante en la determinación del precio de los activos financieros.

- El financiamiento externo en los determinantes de la inversión capitalista.

En la concepción heterodoxa el financiamiento de la inversión se da por dos fuentes: el financiamiento interno y el financiamiento externo. Y, desde esta perspectiva del pensamiento

económico, en el financiamiento externo de la inversión y en el comportamiento de los mercados financieros está la clave que crea la inestabilidad en una economía capitalista²⁰.

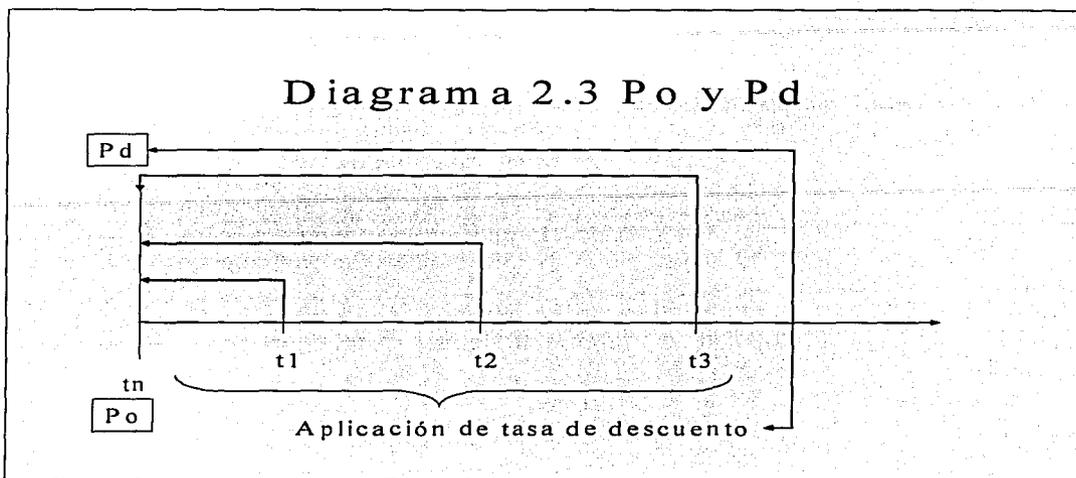
En la escuela de pensamiento keynesiano la decisión de los empresarios para llevar a cabo la inversión depende de la comparación entre la **eficiencia marginal del capital** y la **tasa de interés** o, alternativamente, la comparación del **precio de oferta** y el **precio de demanda**. Es decir, la decisión de invertir tiene dos componentes esenciales, un componente eminentemente productivo (la eficiencia marginal del capital y el precio de oferta) y un componente financiero (la tasa de interés y el precio de demanda). Por lo que se observa que el sector financiero juega un papel central en las decisiones de invertir y no únicamente se toman en cuenta los factores del sector real.

Para comprender mejor este análisis es importante definir en primera instancia estas variables fundamentales

1. Tasa de interés. Es un fenómeno eminentemente monetario, determinado por la interacción de la oferta y demanda de dinero²¹.
2. Eficiencia marginal del capital. Es una tasa de descuento que trae a valor presente los ingresos futuros esperados, por lo que se puede utilizar como una medida de la tasa de ganancia por el uso del capital.
3. Precio de demanda. Es el valor actualizado de los rendimientos futuros por medio de una tasa de interés y representa el valor de los activos fijos en el mercado financiero, es decir, representa el valor de las acciones de las empresas. Esto se puede ver en la siguiente gráfica.

²⁰ Ver al respecto los diversos artículos de Minsky utilizados en la elaboración de este trabajo, en especial: Minsky, H. P. "Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo" en *Investigación económica* 167, enero - marzo de 1984 y Minsky, H. P. "El Legado de Keynes" en *Investigación económica* 177, Julio - Septiembre de 1986

²¹ Los determinantes de la tasa de interés bajo la concepción keynesiana se explican de forma profunda en el primer capítulo.



Fuente: Elaboración propia.

4. Precio de oferta. Se define como aquel “que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del mismo, es decir, lo que algunos llaman costo de reposición”²². Este precio de oferta se compone por el costo directo más un margen de ganancia como proporción del costo directo más el costo de financiamiento, que también es una proporción del costo directo²³.

La inversión se lleva a cabo cuando la eficiencia marginal del capital es mayor a la tasa de interés. El que se de esta relación indica que existe una mayor rentabilidad del sector productivo en comparación con el sector real, recordando que el que la tasa de interés sea mayor a la eficiencia marginal del capital implica que el rendimiento en el sector financiero es mayor, por lo que invertir en el sector productivo implicaría un costo de oportunidad para el inversionista ya que la inversión en bonos es la forma alternativa de conseguir ganancias, además de que, al mismo tiempo, los costos por el financiamiento serían mayores a las ganancias esperadas.

Alternativamente se utiliza la comparación entre el precio de oferta (P_o) y el precio de demanda (P_d). En este caso la inversión en el sector productivo se llevará a cabo cuando P_d sea mayor a P_o , lo que implica que los ingresos futuros (traídos a valor presente) son mayores a los costos en los que incurre el inversionista al iniciar su proyecto lo que arroja ganancias positivas.

²² Keynes, J. M. *Teoría de la ocupación, el interés y el dinero* F.C.E. México 1965

²³ Algebraicamente se expresa $P_o = (CD + mg(CD) + ii(CD))$, donde CD es el costo directo, mg es la proporción que guardan las ganancias con respecto al costo directo y ii es la proporción del costo del financiamiento externo en relación al costo directo, que a su vez incluye los insumos reales y factoriales.

Dado que el precio de demanda es el valor actual de los rendimientos futuros esperados actualizados por la vía de una tasa de interés generalmente de largo plazo²⁴, éste se toma como un indicador de las ganancias de la empresa, por lo que cuando se observa un incremento en el precio de las acciones de la empresa se espera que ésta en un futuro obtenga mayores rendimientos.

Como mencionamos anteriormente, la fuente de la inestabilidad emana del componente externo del financiamiento de la inversión. La inestabilidad surge cuando ya se ha tomado la decisión de realizar la inversión y el negocio se encuentra en marcha. Es decir, que en un momento inicial nos encontremos que la eficiencia marginal del capital es mayor a la tasa de interés o que el precio de demanda sea mayor al precio de oferta no quiere decir que al paso del tiempo se mantenga esta relación, de ahí la importancia del tiempo histórico.

Si observamos con detenimiento cada uno de los determinantes de la inversión en un mundo keynesiano, sólo podemos considerar a uno de ellos como fijo que es el precio de oferta. Esto debido a que éste representa un costo para el inversionista, el cual está dado. En cambio, tanto la eficiencia marginal del capital como la tasa de interés y el precio de demanda son variables.

Como mencionamos, la eficiencia marginal del capital es una tasa de descuento que trae a valor presente los ingresos futuros y se toma como una medida de tasa de ganancia productiva. Sin embargo, los ingresos futuros que se utilizan en la actualización son esperados, es decir, son futuros, se basan en expectativas y no conocemos con certeza si estos realmente se materializarán, lo que indica que esta medida de la tasa de ganancia es incierta debido a que los cálculos realizados de los ingresos esperados pueden resultar incorrectos y obtenerse un nivel menor de ingresos al esperado, lo que indica una menor tasa de ganancia²⁵.

Al mismo tiempo, la tasa de interés tampoco es fija. Esta también tiene un movimiento errático debido a los efectos de la especulación y a los cambios en la preferencia por la liquidez que pueden generar un incremento en la tasa de interés de una forma inesperada lo que a su vez indica un incremento en el costo del financiamiento, que si se combina con un nivel menor de la eficiencia marginal del capital provoca problemas financieros a las empresas ya que se ven en dificultades para poder realizar los pagos de los préstamos bancarios contratados para llevar a cabo la inversión.

Es así como las expectativas de ganancias y del cumplimiento de la deuda se ven alteradas afectando la estabilidad y funcionamiento de la economía, tanto en el tiempo presente como en el futuro, ya que el que este tipo de sucesos se observen en el presente afecta las decisiones de invertir y de otorgar créditos en el futuro de forma negativa.

El precio de demanda es relativamente más complejo debido a que para determinar éste se necesita tanto a los ingresos esperados como a la tasa de interés. Esta última es utilizada para

²⁴ Se utiliza una tasa de interés de largo plazo debido a que las acciones representan la una parte alícuota del capital de la empresa, cuya duración es de largo plazo. Aunque las acciones pueden ser negociadas en el corto plazo.

²⁵ El que exista un error en el cálculo de las ganancias esperadas se puede deber a que hay una baja en el nivel de la demanda efectiva o un incremento en la preferencia por la liquidez por lo que se rompe el ciclo de realización de la producción.

traer a valor presente los ingresos esperados. Es por ello que su determinación está dada por dos fuentes de inestabilidad: la inestabilidad de los ingresos esperados y la inestabilidad de la tasa de interés.

Debemos recordar que el precio de demanda representa el precio de los instrumentos financieros que son emitidos por las empresas con el fin de obtener financiamiento, por lo que una baja en éste (por baja en los ingresos esperados, alza en la tasa de interés, o ambos) le representa a la empresa una baja en las posibilidades de financiamiento en el futuro, afectando de esta forma a la inversión futura. Además, los instrumentos financieros son negociados en el mercado bursátil, por lo que sus precios también se ven afectados por el nivel de oferta y demanda en el mercado, modificando a su vez las expectativas de ganancias de las empresas que por lo general, según Keynes, generan mayores efectos negativos que positivos en el nivel de inversión real debido a que con la introducción de los instrumentos financieros, la inversión productiva se vuelve fija para la comunidad pero líquida para los individuos, dado que los instrumentos son relativamente fáciles de negociar en el mercado bursátil, el cual genera una influencia excesiva en las perspectivas de ganancias empresariales ya que este mercado se basa, por lo general, más en los movimientos de oferta y demanda de los activos financieros que en las capacidades reales de las empresas de generar ganancias futuras.

Es así como en el pensamiento keynesiano aunque una economía capitalista puede llegar a ser eficiente en la asignación de recursos, es realmente ineficiente para lograr la estabilidad en el sistema. Keynes se concentró en determinar las fuentes de inestabilidad por el lado de la demanda efectiva y sus movimientos erráticos²⁶ pero no por ello dejó de lado las inestabilidades que surgen por el lado del financiamiento externo a la inversión ya que en los determinantes de la inversión capitalista influyen no únicamente factores reales sino también factores financieros, aunque no ahondo en este tema si dejó las bases para los subsecuentes estudios sobre la inestabilidad financiera que fueron desarrollados más adelante por diferentes autores, en especial H. P. Minsky. Algunos de estos planeamientos los veremos un poco más adelante.

2.1.1.3. La inestabilidad en el análisis marxista

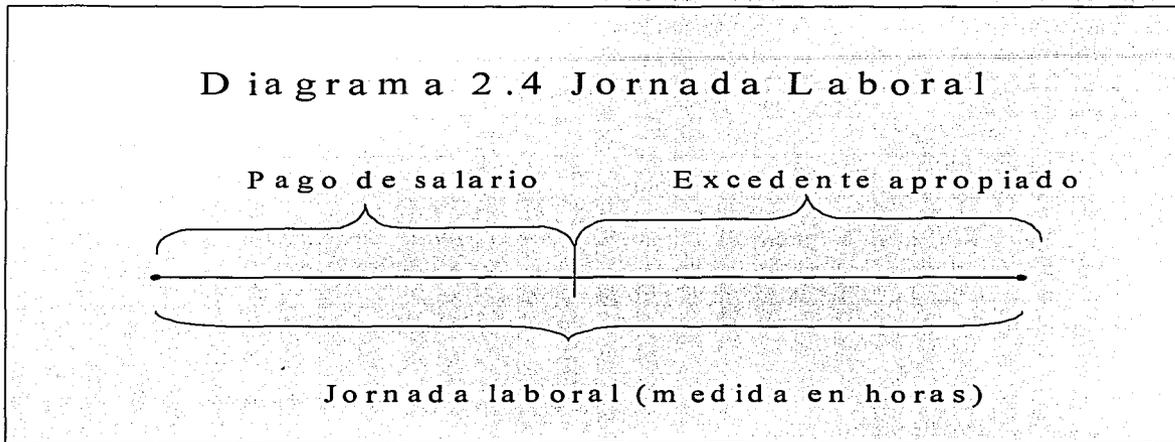
Karl Marx y sus seguidores plantean que la inestabilidad en el sistema capitalista radica en que este sistema de producción sienta sus bases en el “despojo” a una parte de la sociedad de los medios de producción necesarios para cumplir su reproducción. Es decir, en el sistema de producción capitalista, una parte de la sociedad únicamente cuenta con la posesión de su fuerza de trabajo para conservar su supervivencia lo que genera, según Marx, el peligro, léase la inestabilidad, del sistema capitalista y que lo puede llevar a su desaparición.

El proceso histórico descrito por la acumulación originaria de capital separó la fuerza de trabajo de los medios de producción los cuales fueron acumulados por una parte minoritaria de la sociedad, la clase burguesa, clase a la que por lo general se le denomina como “capitalista”, precisamente por ser la dueña del capital, es decir, de los medios de producción.

Esta separación de los medios de producción de los trabajadores, o clase obrera, los pone en peligro de muerte ya que no tienen medios para generar los bienes necesarios para su

²⁶ Que a su vez determina las fluctuaciones de los ingresos de las empresas.

supervivencia. Es así como medios de producción y fuerza de trabajo se unen nuevamente si y sólo si la clase obrera está dispuesta a vender su fuerza de trabajo a los capitalistas y se ve obligada a trabajar una jornada de trabajo en la cual una parte corresponde al pago de su salario mientras que otra representa un excedente el cual es apropiado por los capitalistas:



Fuente: Elaboración propia.

Para Marx el capitalismo logra su supervivencia de esta forma, dominando a una parte de la población, sometiéndola y despojándola de su soberanía individual al “obligarla” a trabajar a cambio de un salario (el precio del trabajo) y de generar un excedente para el capitalista. Para Marx la existencia de la propiedad privada desgarr a la sociedad e instala una crisis estructural permanente del proceso de reproducción social.

Es de aquí de donde surge la primera fuente de inestabilidad en el capitalismo desde la perspectiva marxista: la lucha obrera para levantarse de la opresión y explotación por parte del capital. Según Marx el capitalismo no puede sobrevivir porque su reproducción se basa en poner en peligro de muerte a la mayoría de la población y porque reproduce constantemente un estado de escasez con el fin de obtener una mayor cantidad de producto apropiado lo que se traduce en mayores masas de ganancia para los capitalistas.

La segunda fuente de inestabilidad en el análisis marxista radica en la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. La ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia es estudiada por Marx hasta la sección tercera del tomo tres, después de haber dado cuenta de la ley del valor y de la ley de la acumulación capitalista. Y así pasa a la coronación de la exposición de su discurso: la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia que marca y muestra el motor y la tendencia del desarrollo capitalista.

La ley del valor es la plataforma que lleva a la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia. Ambas leyes forman el fundamento y la totalidad del desarrollo capitalista.

Ley del valor \Rightarrow fundamento \Rightarrow funcionamiento

Ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia \Rightarrow desarrollo

Las dos leyes que Marx descifra para conocer la tendencia del capitalismo son la ley general de la acumulación capitalista y la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, esta última lleva implícita a la primera.

En el capítulo trece del tomo tres de **El Capital** ("La Ley en cuanto tal") Marx inicia la exposición del discurso sobre la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia en donde explica el funcionamiento de la ley.

En la sección anterior del tomo tres de **El Capital** ("La transformación de ganancia en ganancia media") se establece la tasa media de ganancia y como es que a partir de una modernización tecnológica el capital de vanguardia extrae más plusvalía de la circulación que la que genera en la esfera productiva, la lucha capitalista por la apropiación de la plusvalía obliga a que cada capital individual, y por ende al capital en su totalidad, tienda cada vez más hacia una modernización.

Ahí donde un capital tiene una composición orgánica²⁷ más alta, extrae de la circulación una mayor cantidad de plusvalía de la que genera.

Sin embargo, el impulso capitalista de incrementar la composición orgánica de capital y obtener plusvalía extraordinaria y relativa tiene a su vez un segundo efecto, que aunque no es inmediato si es decisivo y marca la tendencia a seguir en el desarrollo capitalista.

Cuando se incrementa la composición orgánica del capital, se está incrementando el capital constante en relación con el capital variable, se da una progresiva disminución relativa del capital variable en relación con el capital constante y, por lo tanto, también disminuye en relación con el capital global, esto, que es una expresión del desarrollo progresivo de la fuerza de trabajo, provoca a su vez una caída en la tasa de ganancia dado que:

g' = tasa de ganancia;
 pv = plusvalor total;
 pv' = tasa de plusvalía;
 c = capital constante;
 v = capital variable.

$$g' = \frac{pv}{c + v}$$

Lo que es lo mismo a:

²⁷ Definida como C/V , en donde C es el capital constante (fijo) y V es el capital variable (circulante).

$$g' = pv' \times \left(\frac{v}{c + v} \right)$$

Recordando que a una tasa dada de plusvalía, un incremento en el capital variable, provoca un incremento en la masa de plusvalía, sin embargo, dado todo lo demás constante, un incremento en el capital constante provoca una caída en la tasa de ganancia (segunda ley de las variaciones de la tasa de ganancia que dice que las variaciones en el capital constante son inversas a la tasa de ganancia dado todo lo demás constante), y si suponemos que este incremento en la composición orgánica de capital ocurre no solamente en algunas empresas, ni tan sólo en algunas esferas de la producción, sino en, mayor o menor medida, todas las esferas productivas entonces nos encontramos con una baja gradual en la tasa general de ganancia.

Aunque, como se menciona en líneas anteriores, el perfeccionamiento en las fuerzas productivas, que se expresa en un incremento de la composición orgánica de capital, se da al mismo tiempo con un perfeccionamiento de la explotación de plusvalía no se cancela la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, es más, este desarrollo en las fuerzas productivas es una causa de la caída de la tasa de ganancia ya que a partir del perfeccionamiento de las fuerzas productivas se da un mejoramiento cualitativo de los medios de producción y también se provoca un incremento cuantitativo en estos así como un incremento en su valor y por lo tanto se da un incremento relativo del capital constante en relación al capital variable que provoca la caída de la tasa de ganancia.

Para Marx la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia da cuenta del peculiar *pathos*, relación enfermiza, que el dominio capitalista le impone a la modernización tecnológica, y a su vez, entre la modernidad y las crisis.

El capitalismo está obligado a impulsar el desarrollo tecnológico porque de él depende la explotación de plusvalía extraordinaria y relativa. El mismo mecanismo que el capital usa como fundamento de la tasa de ganancia, hace que la tasa de ganancia caiga. Se da la existencia de una paradoja; se abre un ciclo de auge en donde el incremento en la tasa de plusvalía contrarresta el descenso en el capital variable, cuando la misma tasa de plusvalía no contrarresta la caída relativa del capital variable, la tasa de ganancia cae y, por lo tanto, se da un movimiento cíclico.

A partir de la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia se puede ver el desarrollo del capitalismo y la modernidad utilizada patológicamente por el capital.

Se define a la modernidad como el desarrollo de la técnica, sin embargo, la modernidad no es exclusiva del capitalismo, el capitalismo es una forma de concreción de la modernidad, en donde ésta funciona intervenida bajo el principio de la acumulación capitalista lo que hace que los principios positivos de la modernidad sean re funcionalizados por el capitalismo ya que la modernidad no es para mejorar las condiciones de vida sino para perfeccionar la explotación del hombre sobre el hombre y la explotación del hombre sobre la naturaleza.

Marx ve a la modernidad en positivo (se da un incremento en los valores de uso y un incremento en la calidad de vida) siempre bloqueada por otro efecto en el cual la modernidad es utilizada para perfeccionar la explotación del hombre. Los avances tecnológicos llegan marcados ya que llegan intervenidos por la lógica del capital. Esto se ve desde la exposición de la Subsumción

Real de Trabajo por el capital. La tecnología es ambivalente: crea cosas positivas pero a la vez trae grandes efectos negativos. Con cada innovación tecnológica hay progreso y regresión sobre la relación hombre con la naturaleza (hay un progreso regresivo). Son avances siempre regresivos funcionales siempre a la explotación.

Cuando llegamos al concepto de la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia este peculiar *pathos* que se juega en la lógica capitalista se complejiza y se recrudece porque la modernidad capitalista se juega en un círculo muy peculiar en donde la modernidad crea crisis y se sale de esta crisis modernizando la técnica nuevamente que llevará de nuevo a una crisis... Se da un círculo patológico y esquizofrénico, en donde el capitalismo se daña a si mismo saliendo de la crisis por medio de la modernidad, pero a su vez, impulsando una nueva crisis y la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia muestra éste círculo que rige al *pathos* de la modernidad capitalista, no sólo hay un círculo, hay una tendencia retrograda ya que la modernidad tecnológica si bien incrementa la explotación de plusvalía, hace decrecer relativamente al capital variable en relación con el capital global, lo que provoca primero un incremento de la tasa de ganancia y después se da una caída general de ésta: se incrementa la tasa de plusvalía pero la tasa de ganancia cae tendencialmente. Cuando la tasa de ganancia cae tanto que no puede llevarse a cabo la acumulación de capital se cae en una crisis. El capitalismo tiene varias formas de enfrentar la crisis, el más importante es el de reconstruir la técnica después de destruirla, lo que provoca un incremento en la tasa de plusvalía.

Es en base a la explicación de esta segunda fuente de inestabilidad del capitalismo que Marx desarrolla su teoría del derrumbe de este modo producción. Al conjuntar la teoría de la ley decreciente de ganancia con las crisis de sobreproducción es que Marx "predice" que el capitalismo caerá bajo su propio peso.

2.1.2 La inestabilidad financiera.

Vimos en los puntos anteriores como es que en las diferentes escuelas de la teoría económica existen diferencias con respecto a la estabilidad o inestabilidad existente en la economía. Vimos como para la escuela ortodoxa la economía es estable, mientras que para la escuela heterodoxa y marxista el sistema capitalista es inherentemente inestable. Sin embargo la fuente de la inestabilidad en ambas escuelas es diferente. En nuestro trabajo de investigación nos interesa estudiar la fuente de inestabilidad desde el punto de vista keynesiano ya que en este caso la inestabilidad surge de los mercados y relaciones financieras, es decir, la escuela keynesiana estudia los procesos de inestabilidad financiera. Esto claro sin olvidar la existencia de la inestabilidad desde el punto de vista marxista, en especial la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, que también es sumamente importante en la aparición de la inestabilidad financiera cuando esta tendencia se combina con el análisis del componente externo en el financiamiento de la inversión.

El estudio de la inestabilidad financiera es sumamente importante debido a que, desde la perspectiva de la gran mayoría de los economistas, las crisis financieras suceden en una economía debido a que el sistema financiero de la misma se encuentra en una situación frágil y de alta vulnerabilidad. Por lo tanto, no podemos entender lo que son las crisis financieras si no comprendemos cabalmente como es que un sistema económico tiende a la inestabilidad financiera. Incluso una economía puede sufrir un detonante de crisis financiera (la quiebra de un

banco, una devaluación, etc), pero si mantiene una solidez en su sistema financiero existe una probabilidad sumamente alta de que la crisis no se presente, de ahí radica la importancia del estudio de la inestabilidad bajo un contexto financiero y su enlace con las crisis financieras.

Varios autores post keynesianos han abarcado el tema de la inestabilidad financiera desde distintos ángulos. En nuestro trabajo presentamos los más importantes: Joseph Steindel, Michael Kalecki, Paul Davidson, H. P. Minsky, y más recientemente, Jan Toporowski.

Steindel y Kalecki, aunque le otorgan mayor importancia a los fondos internos como fuentes de financiamiento a la inversión, en su lectura se encuentran fuentes de inestabilidad financiera. En el caso de Steindel²⁸, se desarrolla un círculo vicioso en el proceso de acumulación mientras que en Kalecki tenemos su famoso concepto del riesgo creciente²⁹.

Paul Davidson presenta una teoría del “fondo revolvente” en donde el ahorro juega un papel importante en la inestabilidad / estabilidad económica del sistema³⁰. Mientras tanto, Minsky es el autor que desarrolla formalmente la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (HIF) por lo que nos detendremos más en este importante autor postkeynesiano³¹. Por último presentamos la aportación de Toporowski. Aunque las aportaciones de Toporowski no alcanza las contribuciones intelectuales del resto de los autores presentados si nos da una interpretación fresca de la HIF al trasladarla al mercado de capitales³².

2.1.2.1. El círculo vicioso vía la tasa de rotación en el planteamiento de Joseph Steindel.

Steindel es un autor de carácter postkeynesiano que realiza un estudio sobre los determinantes de la inversión y estudia con mayor detenimiento la acumulación de capital en una economía capitalista.

Aunque Steindel hace un estudio más completo acerca de la expansión y el crecimiento de las empresas en base a la utilización de los fondos internos de éstas, también considera dentro de su análisis las conexiones existentes entre el sector real y el sector financiero a través de lo que el

²⁸ En Steindel, J. **Madurez y estancamiento del capitalismo norteamericano** Editorial. Siglo XXI, capítulo noveno “La acumulación interna de fondos en la economía como un todo”

²⁹ Originalmente este planteamiento de Kalecki aparece en su obra magna: **La teoría de la dinámica económica. Ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista**. Editorial FCE, México 1946.

³⁰ Este planteamiento del fondo revolvente aparece gracias a un intercambio de ideas de Paul Davidson con otros dos importantes autores, Jan Kregel y A. Asimakopulos. Este intercambio de ideas lo encontramos en tres artículos de los tres diferentes autores publicados en el **Journal of Post Keynesian Economics** / otoño de 1986, Volumen IX, No. 1.

³¹ Minsky desarrollo en diferentes libros, artículos y ponencias presentadas en conferencias el planteamiento de la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera y la fue desarrollando agregándole nuevos elementos conforme avanzaba el tiempo. Algunas de las fuentes más importantes de este planteamiento las podemos encontrar en: Kidleberger, Ch. **Financial Crises: Theory, History and Policy**. Cambridge University press, 1982, y en los tres principales libros de Minsky: **Jhon Maynard Keynes** (1975), **Can “It” Happen Again?** (1982) y **Stabilizing an Unstable Economy** (1986). En nuestro caso la descripción de su planteamiento lo tomamos de diferentes fuentes, incluyendo artículos resumen del propio Minsky que se presentan en la bibliografía general de este trabajo de investigación.

³² Este planteamiento es presentado por Toporowsky en su libro **The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives, and Pension Fund Capitalism**, Editorial Routledge, Londres 2000, y una versión resumida del mismo Toporowsky, **Monetary Policy in an Era of Capital Market Inflation**, Jerome Levy Institute, Working Paper No. 279, Septiembre de 1999.

denomina como la tasa de rotación (g) que no es más que la relación entre el activo total y el capital propio de la empresa. Obviamente considerando dentro del activo total los recursos internos y externos utilizados en el financiamiento de la inversión. Utilizando esta g es como Steindel esboza una breve aproximación al estudio de la inestabilidad financiera en una economía capitalista.

Antes de iniciar con el estudio detallado de los efectos del ahorro externo y el nivel de apalancamiento de una empresa es importante señalar los supuestos básicos utilizados por Steindel en su análisis ya que de estos se derivan interesantes conclusiones posteriores.

Supuestos:

- La economía no funciona en competencia perfecta. Para Steindel la economía capitalista tiene un carácter oligopólico.
- La existencia de competencia oligopólica implica la existencia de capacidad excedente por parte de las empresas por dos razones principales: a) Para hacer frente a crecimientos en el nivel de demanda efectiva; y b) Porque las empresas esperan en un futuro ganar participación en el mercado lo que implica un mayor nivel de ventas que esperan satisfacer sin la necesidad de llevar a cabo nuevas inversiones en activos fijos. Estos dos motivos definen lo que Steindel califica como capacidad excedente planificada. Sin embargo también existe la capacidad excedente no deseada que se da cuando se experimentan cambios en la curva de demanda en forma imprevista lo que genera un desequilibrio temporal que se corrige ajustando el nivel de oferta a la demanda "*acelerando o retardando el ritmo de inversión de las empresas existentes en la industria, y si es necesario hasta con una des inversión*"³³, afectando de esta forma a la tasa de inversión que es función del grado de utilización de la capacidad, definida como: $u = \frac{S}{H}$, donde S = Ventas y H = Capacidad productiva medida en función del máximo de horas posibles que puede ser utilizada la maquinaria a lo largo de todo el año. Por lo tanto, la capacidad excedente se define como $1 - u$.
- Se incorpora el concepto de incertidumbre.
- Los precios son rígidos, es decir, los precios no cambian frecuentemente debido a que los empresarios tiene en consideración que la elasticidad precio de la demanda de su producto es muy baja, por lo que el mecanismo de reducción o incremento de precios con el fin de ajustar el nivel de oferta y de demanda es poco efectivo³⁴.
- El estudio se realiza en una economía cerrada.
- No hay déficit ni superávit presupuestal, lo que implica la inexistencia de deuda gubernamental por lo que únicamente los particulares asumen posiciones de deuda.
- No existe el pago de impuestos.

El modelo de Steindel parte de la siguiente ecuación:

³³ Steindel, J. **Madurez y estancamiento del capitalismo norteamericano** Editorial. Siglo XXI

³⁴ Esto únicamente en el corto plazo. En el largo plazo si es posible que el precio afecte en gran medida el nivel de demanda dependiendo de los cambios establecidos en las preferencias de los consumidores y en los métodos de producción utilizados por las empresas.

$$S = \frac{S}{H} \cdot \frac{H}{Z} \cdot \frac{Z}{C} \cdot C \dots\dots\dots(1)$$

Y

$$S/H = u ; H/Z = 1/k ; Z/C = g$$

Donde:

- S = Ventas*
- H = Capacidad productiva*
- Z = Acervo o Stock de Capital*
- C = Capital propio de la empresa*
- u = Capacidad utilizada*
- 1 / k = Inverso de la intensidad del capital.*
- g = tasa de rotación*

Por lo tanto:

$$S = u \cdot \frac{1}{k} \cdot g \cdot C \dots\dots\dots(2)$$

Lo que indica que el nivel de ventas depende de la capacidad utilizada, el inverso de la intensidad del capital, la tasa de rotación y del capital propio de la empresa.

Replanteamos esta ecuación en términos de la tasa de cambio con respecto al tiempo y colocamos del lado izquierdo de la ecuación los determinantes de la inversión y del lado derecho el ahorro:

$$\frac{dS}{dt} dS + \frac{dk}{dt} dk - \frac{du}{dt} du = \frac{dg}{dt} dg + \frac{dC}{dt} dC \dots\dots\dots(3)$$

El lado izquierdo de la ecuación son los determinantes de la inversión, definida ésta como el cambio o tasa de crecimiento del stock de capital (Z), es decir:

$$\frac{dZ}{dt} dZ = \frac{dS}{dt} dS + \frac{dk}{dt} dk - \frac{du}{dt} du^{35} \dots\dots\dots(4)$$

Lo que nos dice la ecuación cuatro es que el nivel de inversión (el cambio en el stock de capital), va a estar en función de: el cambio en el nivel de ventas³⁶; el cambio en el nivel de la intensidad del capital; y del cambio en el nivel de capacidad utilizada.

³⁵ Esta ecuación la obtenemos de despejar de la primera ecuación presentada el stock de capital y derivando la ecuación resultante con respecto al tiempo que nos indica el crecimiento del stock de capital, es decir, el nivel de la inversión.

³⁶ En términos keynesianos se puede decir que el nivel de ventas es una medida del nivel de demanda efectiva.

El lado derecho de la ecuación (3) no representa otra cosa que el ahorro de una economía que es utilizado para realizar la inversión.

$\frac{dC}{dt} dC$ es el cambio del capital de los empresarios, o lo que es lo mismo, el cambio en el ahorro interno de las empresas³⁷.

El punto que nos interesa destacar es la variable g , definida como la tasa de rotación, igual a Z/C , donde Z incluye a $C + D$, donde D es el monto de la deuda contratada por las empresas. Es decir, Z es la suma del capital empresarial (ahorro interno) más el capital de los ahorradores externos (no empresarios) que ha cedido a préstamo a los empresarios.

Por lo tanto g indica "la proporción del ahorro total acumulado con respecto a la parte del mismo que poseen los empresarios"³⁸. Por lo tanto, la tasa de rotación indica el nivel de endeudamiento de las empresas.

Podemos describir g de la siguiente forma:

$$g = \frac{Z}{C} = \frac{C + D}{C} = 1 + \frac{D}{C} \dots\dots\dots(5)$$

Dónde D/C es la tasa de apalancamiento la cual es diferente a la tasa de rotación.

El que g se modifique o se mantenga constante va a depender de las proporciones relativas en las que se acumule D y se acumule C . Es importante señalar que por lo general los empresarios desean mantener cierto grado estable de g , es decir, buscan mantener un nivel "deseable" de endeudamiento. Si los empresarios desean financiar la inversión con mayor cantidad de recursos (ahorro) externo, entonces la g tendrá que crecer. A su vez, si los empresarios desean mantener una tasa de rotación constante entonces el incremento de D debe ser igual al incremento de C :

$$\frac{dC}{dt} dC = \frac{dD}{dt} dD \dots\dots\dots(6)$$

Lo que significa que, para mantener en el nivel deseable de la tasa de rotación, el ahorro externo tiene que acumularse a la misma velocidad y proporción que el capital empresarial.

Ahora supongamos que hay un decremento importante en el nivel de demanda efectiva (medida por el nivel de ventas S). Este descenso inesperado en S generará que los empresarios decidan reducir el nivel de inversión (ver el segundo supuesto) lo que indica una reducción en la tasa de inversión (reducción de Z) lo que a su vez traerá una reducción de la tasa de beneficios empresariales, reduciendo así el grado de ahorro empresarial C (ver ecuación (1)).

³⁷ Que Steindel define como a y que esta en función de la tasa de beneficios y el consumo empresarial. A su vez, la tasa de beneficios depende de u , g , k y del nivel de la tasa de interés.

³⁸ Steindel, J. *Madurez y estancamiento del capitalismo norteamericano* Editorial. Siglo XXI

Por lo tanto, ante esta reducción de C los empresarios buscan mantener el nivel deseado de la tasa de rotación, lo que implica, reducir el nivel de endeudamiento (D). Sin embargo, el ahorro externo es menos elástico que la acumulación interna, es decir:

$$\frac{dC}{dt} dC > \frac{dD}{dt} dD \dots\dots\dots(7)$$

Lo que indica que la reducción del ahorro externo será menor que la del ahorro interno³⁹.

Como consecuencia esto traerá un incremento de g por arriba de lo deseado. Ante esto, la primera reacción de la empresa es la de reducir el nivel de inversión tratando de reducir su nivel relativo de endeudamiento lo que en lugar de mejorar las cosas genera mayores problemas ya que, siguiendo con el mismo esquema, C caerá más que D , y, en consecuencia, el resultado será un nuevo incremento en la tasa de rotación en lugar de decremento, que es lo que se buscaba originalmente.

Surge de esta forma un círculo vicioso en el cual el incremento constante de la tasa de rotación afecta negativamente la capacidad de pago de las empresas, situación que puede persistir por un periodo largo de tiempo hasta que el proceso se invierte y se pueda generar un círculo virtuoso en donde: $\Delta Z \rightarrow \Delta C > \Delta D \rightarrow y \therefore \nabla g$. El proceso del círculo vicioso se iniciara debido a que la tasa de rotación llega a caer tan bajo que se detienen los préstamos otorgados.

Lo importante a destacar es el caso del círculo vicioso en donde el continuo incremento de la tasa de rotación genera una fragilidad dentro de la estructura financiera de las empresas. Aunque Steindel no ahonda en los efectos es claro que el proceso descrito lleva a un grado de inestabilidad financiera, como menciona el mismo Steindel: *“Los empresarios más afectados por el creciente endeudamiento relativo (y suponemos que sus efectos estarán distribuidos de forma muy desigual) se encontrarán en serias dificultades financieras y un punto cada vez mayor de ellos llegará a un punto de insolvencia”*⁴⁰. Este proceso puede llevar al sistema económico capitalista a futuros problemas en el grado de crecimiento económico ya que el ajuste de la tasa de rotación se da a partir de una reducción del nivel de inversión, reduciendo el nivel de utilización del capital o por la reducción de Z , lo que genera desempleo de los factores productivos. Desde la perspectiva de Steindel, este desequilibrio puede durar por largo tiempo y sólo se corrige al darse un nuevo proceso de círculo virtuoso o con la cancelación de las deudas contratadas, o lo que es lo mismo, reduciendo la tasa de apalancamiento.

2.1.2.2 Kalecki y el Riesgo Creciente.

Michael Kalecki es contemporáneo de Keynes en la elaboración de sus planteamientos teóricos e incluso se considera a ambos los precursores del paradigma teórico alternativo a la escuela

³⁹ El ahorro externo es menos elástico que el ahorro interno debido a que el primer se compone del ahorro de los rentistas, el cual cambia con gran lentitud, el ahorro proveniente de los dividendos, el ahorro de los profesionistas y el ahorro de los obreros, que según los datos obtenidos por Steindel, cambian con lentitud y dependen del nivel de crecimiento de la economía y del ingreso.

⁴⁰ Steindel, J. *Madurez y estancamiento del capitalismo norteamericano* Editorial. Siglo XXI

ortodoxa que se basa en considerar a la demanda efectiva como el motor del crecimiento económico.

Sin embargo, a pesar de sus evidentes similitudes, existen una serie de diferencias entre ambos autores. Primero, al igual que Steindel, Kalecki considera que la economía capitalista mantiene un nivel de competencia oligopólica lo que implica la existencia de capacidad ociosa. Kalecki realiza un análisis dinámico que se refleja en su interpretación de los ciclos económicos, le da más peso a las variables objetivas (como la tasa de ganancia) en el análisis económico y acepta la existencia de las clases sociales reconociendo así que son los empresarios los que determinan el nivel de inversión y, por lo tanto, el nivel de empleo y del ingreso.

Otro punto importante a señalar es que Kalecki tiene una formación ricardiano – marxista por lo que no mantiene relación con la escuela ortodoxa y por lo tanto sus planteamientos no están influenciados por dicha corriente de pensamiento al contrario de Keynes que a pesar de su evidente separación con la ortodoxia no se divorcia en totalidad de esta escuela al conservar algunos conceptos básicos de dicha escuela del pensamiento económico.

El planteamiento elaborado por Kalecki presenta una gran relevancia en nuestro tema central de estudio debido a que este autor le da una gran importancia al sector financiero y aunque no lo hace responsable de las fluctuaciones y los ciclos económicos⁴¹ su formulación del resigo creciente sirve como la base para la formulación de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky.

Para nuestro análisis no concentraremos en el planteamiento kaleckiano de los determinantes de los recursos externos en el financiamiento de la inversión para después entrar al estudio del riesgo creciente.

Desde la perspectiva kaleckiana la inversión total se financia con recursos externos y recursos internos. En un inicio se puede observar que no existe ninguna diferencia entre su planteamiento y el de Keynes. Sin embargo, para Kalecki, el monto de los fondos internos determina la cantidad de fondos externos disponibles para la inversión.

En términos algebraicos podemos expresarlo de la siguiente manera:

$$R_t = F_i + F_p$$

$$R_t = f(F_i, F_p)$$

Donde R_t son los recursos totales con que cuenta la empresa, F_i son los fondos internos y F_p son los fondos prestables.

Y a la vez: $F_p = f(F_i)$ Por lo tanto $F_t = f(F_i)$ ⁴².

⁴¹ Al respecto los factores fundamentales desde la perspectiva kaleckiana son el comportamiento de la masa de ganancia, el acervo de capital y el nivel de las utilidades retenidas que expresan las fuerzas endógenas que conllevan a las oscilaciones cíclicas del producto.

⁴² De ahí la mayor importancia otorgada por Kalecki a los recursos internos como determinantes de la inversión.

A su vez, los fondos internos son determinados por las utilidades no distribuidas (*UnD*) y el nivel de la depreciación de los activos fijos. Esta última se considera constante por lo que no afecta en gran medida la determinación de *Fi*. A su vez, las *UnD* dependen de las utilidades netas y los beneficios empresariales generados en períodos anteriores, en dónde:

$$\text{Beneficios empresariales} = Be = G - I ;$$

G = Masa de ganancia de períodos pasados que dependen de las inversiones pasadas⁴³.

I = Monto de intereses que están en función del grado de endeudamiento (*ge*) y la tasa de interés (*i*). Al igual que la masa de ganancia, tanto *ge* como *i* son de los períodos pasados y determinan el grado corriente de *I*.

Siguiendo las relaciones anteriores tenemos:

$I = f(i, ge)$ y a mayor nivel de la tasa de interés y del grado de endeudamiento, mayor es el nivel de *I*, y por lo tanto, menor es el nivel de los beneficios empresariales lo que a su vez reduce el monto de las utilidades no distribuidas y, por ende, son menores los fondos internos con los que cuenta la empresa.

Es así como se determina que los fondos internos dependen de las decisiones pasadas de los empresarios por endeudarse, el nivel de la tasa de interés y de la tasa de ganancia de períodos pasados.

Al determinar los fondos internos más el tamaño de la empresa⁴⁴ y la disposición de los bancos a otorgar préstamos, se determina la cantidad de fondos prestables a que tendrá acceso la empresa para incrementar el monto de inversión. Es así como: $Rt = Fi + Fp$. Dónde los *Fi* es la inversión "directamente" productiva, o, en términos marxistas, es la inversión que proviene del capital productivo, mientras que *Fp* se tiene que ver de dos lados: Es una fuente de recursos para la inversión, pero a la vez es una inversión financiera para los agentes prestamista de los recursos originales⁴⁵. Por lo tanto:

$Rt = It$ (los recursos totales es igual a la inversión total). Mientras que la inversión total (*It*) es igual a la suma de la inversión real (*Ir*) más la inversión financiera (*If*). Es así como:

$$Rt = Ir + If$$

$$Ir = Rt - It$$

$$If = Rt - If$$

⁴³ La masa de ganancias se define como el trabajo impago, lo que muestra la influencia marxista en el planteamiento de Michael Kalecki.

⁴⁴ Que también influye fuertemente en la capacidad de las empresas para obtener recursos externos debido al carácter oligopólico de la economía en dónde a mayor tamaño de la empresa mayor cantidad de recursos externos a los que puede acceder.

⁴⁵ Ya sea por la vía de adquirir acciones, bonos, obligaciones, préstamo directo, etc.

Donde I_r es la inversión en activos físicos e I_f es la inversión en activos monetarios-financieros. A su vez, estos se explican por las siguientes relaciones:

$$I_r = f(i^-, Be^+)$$

$$I_f = f(i^+, Be^-)$$

Lo que indica que los empresarios tienen la capacidad de decisión de invertir en cualquiera de las dos esferas dependiendo del nivel de beneficios que se pueda extraer de cada una. Esta situación descrita por Kalecki simplemente nos indica que a mayor beneficios empresariales y menor tasa de interés, se incrementara la inversión en activos fijos, y al contrario, al elevarse los rendimientos en la inversión financiera (incremento de i) y reducirse en el sector productivo (baja de Be), los recursos se desplazarán de la esfera productiva a la esfera financiera-monetaria.

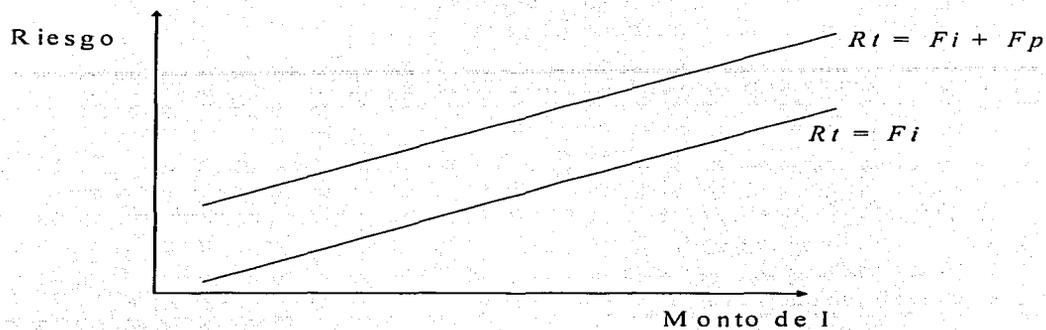
Ahora, si recordamos el planteamiento keynesiano, la inversión se llevará a cabo cuando la eficiencia marginal del capital sea mayor a la tasa de interés o cuando el precio de demanda sea mayor al precio de oferta. Sin embargo, Kalecki introduce un elemento nuevo que se define como el riesgo creciente.

El concepto del riesgo creciente es introducido por Kalecki para determinar que la inversión conlleva a si mismo un grado de inestabilidad dado que el prestatario, léase las empresas, a mayor nivel de inversión, corren un mayor riesgo de que ésta no pueda ser realizada y por lo tanto no valorizan su capital adelantado y no sólo no obtienen ganancias, sino que además pueden obtener pérdidas y sufrir de una descapitalización⁴⁶.

Esta situación se ve agravada cuando la inversión es financiada con una parte de recursos externos. Cuando la empresa asume una posición de prestatario, el riesgo de no valorizar el capital es más alto. Gráficamente esto se ve de la siguiente manera:

⁴⁶ Este riesgo se deriva de la inestabilidad e incertidumbre de la demanda efectiva que puede descender drásticamente y que se ve reflejada en la obtención de la masa de ganancia.

Diagrama 2.5 Riesgo creciente



Fuente: Elaboración propia.

Este concepto del riesgo creciente tiene varios efectos sobre la inversión:

- a) La empresa decidirá mantener una parte de sus beneficios empresariales acumulados o invertirlos en otros proyectos (ya sean productivos o financieros) y no realizar la reinversión en el negocio original, es decir, se diversifica la inversión. En palabras de Kalecki *“Supóngase que el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido sólo parte de su capital en la empresa y el resto lo ha colocado en el mercado financiero obtendrá aún algún rendimiento neto sobre su capital; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por desaparecer el negocio”*⁴⁷.
- b) Las empresas tratarán de limitar sus fondos externos.

Es precisamente del primer inciso, la reinversión parcial de los fondos, de donde Kalecki desarrolla su teoría de los ciclos económicos al introducir los efectos de las decisiones de invertir en los efectos que éstas tienen sobre la masa de ganancia y el volumen del acervo de capital.

Es a partir del concepto del riesgo creciente que Minsky, como veremos más adelante con mayor detalle, al introducir en el análisis el riesgo del prestamista que determina su hipótesis de inestabilidad financiera y explica las oscilaciones que se observan en la economía.

2.1.2.3 El teorema del fondo revolvente de Paul Davidson

⁴⁷ Citado en Levy, Noemí. “Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis” En revista Comercio Exterior No. 600. México diciembre del 2000.

Paul Davidson es un reconocido autor postkeynesiano de origen estadounidense que continúa con la línea de estudio abierta por Keynes y desarrolla de una manera más estructurada y formal la manera como se lleva a cabo la inversión por medio de un fondo "revolvente" en el cual la fuente de la inestabilidad surge no sólo a partir de que las empresas ven reducidas sus ventas y por lo tanto no realizan su producción sino que resulta también de la utilidad del ahorro como un elemento necesario para que el sistema económico se mantenga estable⁴⁸

Para ver el funcionamiento del fondo revolvente es necesario distinguir primero lo que es el financiamiento y lo que es el fondeo.

Desde la perspectiva keynesiana se distingue el financiamiento de corto plazo y el financiamiento de largo plazo, el cual es denominado como fondeo. El financiamiento de corto plazo es requerido por los empresarios para cubrir los gastos necesarios para la producción de los nuevos bienes de capital y para llevar a cabo su compra. Este tipo de financiamiento es cubierto por medio de préstamos bancarios otorgados tanto al productor de los bienes de capital como al comprador siguiendo el siguiente esquema introduciendo la utilización de los contratos⁴⁹ :

- 1) Se incrementa la demanda de bienes de capital y se establece un contrato entre el productor de estos y el futuro comprador en el cual se indica que este último se compromete a pagar una cantidad determinada de dinero al productor una vez que sea entregado el bien en cuestión.
- 2) El productor acude a una institución bancaria con el fin de obtener financiamiento para el pago de salarios y materias primas utilizadas en el proceso productivo. El financiamiento es otorgado debido a que la existencia del contrato implica la existencia de certidumbre de que el préstamo será recuperado una vez que sea vendida la mercancía⁵⁰.
- 3) El comprador del bien de capital acude a una institución bancaria con el fin de obtener financiamiento para la compra de dicho bien, solamente que en este caso si hay un nivel de incertidumbre dado que el préstamo se validará en el momento en que el comprador del bien ponga su negocio en marcha y éste empiece a rendir frutos lo que, como hemos visto, es incierto que suceda.
- 4) Con el préstamo otorgado al comprador de los bienes de capital se paga al productor y éste cancela su deuda con el banco⁵¹.

Es así como únicamente queda por saldar la deuda que tiene el comprador de los bienes de capital. Es importante señalar que este financiamiento de corto plazo se lleva a cabo sin la necesidad de que exista ahorro previo debido a que los bancos tienen la capacidad de crear dinero fiduciario e incrementar la liquidez en el sistema permitiendo de esta manera que se lleve a cabo la inversión sin la necesidad de una acumulación de ahorro previa⁵².

⁴⁸ Desde este punto de vista que comparte con Keynes, el ahorro no tiene una función ex ante en la inversión, sino que tiene una función ex post, que es la de dotar al sistema de estabilidad o, en su defecto, de desestabilizar al sistema económico.

⁴⁹ Punto clave en el análisis de Davidson.

⁵⁰ Venta que está asegurada de antemano dado el contrato firmado previamente, es por ello que existe certidumbre.

⁵¹ Esto debido a que, obviamente, carga en el precio de oferta el costo financiero en que ha incurrido.

⁵² Lo que indica que el incremento de la inversión tiene como restricción una falta de liquidez en el sistema, no una falta de ahorro.

A partir de que ahora únicamente existe la deuda del comprador del bien de capital que lleva a cabo un proyecto de inversión, la cual la podemos cancelar por medio de un proceso de fondeo. Dicho proceso de fondeo consiste en convertir la deuda bancaria de corto plazo en una deuda de largo plazo mediante la emisión de acciones cuya venta generará el ingreso necesario al empresario para cancelar la deuda de corto plazo.

Es decir, mediante el proceso de fondeo, la deuda de corto plazo se transforma en una deuda de largo plazo en donde los compradores de las acciones recibirán su pago en el tiempo $t + n$ cuando el proyecto empiece a dar utilidades⁵³. Bajo este proceso se dará un círculo virtuoso complementando el proceso de financiamiento de la siguiente manera:

1. El comprador de los bienes de capital emite acciones con monto igual al de la deuda bancaria.
2. Se da la compra – venta de acciones.
3. El punto anterior nos lleva a la cancelación de la deuda bancaria de corto plazo.
4. Por último, la deuda de largo plazo derivada de la venta de las acciones se cancela con la distribución de las utilidades generadas por el proyecto de inversión cerrando de esta forma el proceso de fondeo de la inversión.

La pregunta que convendría realizar en este caso es: ¿De dónde provienen los recursos con que se compra las acciones emitidas por las empresas para llevar a cabo el proceso de fondeo? Es obvio que la compra de las acciones se lleva a cabo por medio de ahorro, pero ¿De donde surge este ahorro?

El ahorro surge en el proceso de producción de los bienes de capital. No hay que olvidar que en este proceso se demandan materias primas y trabajo y al llevarse a cabo la producción ya hay en marcha un efecto multiplicador del ingreso que, dado una propensión marginal al ahorro⁵⁴ que incrementa el nivel del ahorro en la economía. Dicho ahorro será utilizado para la compra de acciones y cerrar el círculo virtuoso del fondeo de la inversión.

Hay que notar que esta perspectiva es coherente con el planteamiento keynesiano que indica que es la inversión la que crea ahorro y al contrario, como indica la teoría ortodoxa, y además debido a que con el ahorro generado en el proceso de producción de los bienes de capital se compran las acciones y se financia la inversión en el largo plazo se puede decir que la inversión prácticamente se “autofinancia” mediante este proceso, lo que dota a la inversión de un carácter “revolvente”.

El proceso de fondeo genera los siguientes beneficios:

- Se transforma la deuda de corto plazo en deuda de largo plazo.
- Anula la deuda de corto plazo y permite a la banca seguir otorgando préstamos por lo que se sigue incrementando el nivel de inversión.

⁵³ Recordemos que las acciones son títulos financieros que hacen a su poseedor dueño de una parte de la empresa y por lo tanto asume con ello el riesgo y los beneficios que esta obtenga

⁵⁴ Propensión marginal al ahorro = $b = 1 - a$; dónde a es la propensión marginal a consumir.

- Se distribuyen los riesgos de la inversión en diferentes agentes debido a la venta de acciones.

Sin embargo, este círculo virtuoso creado por el proceso de fondeo se puede romper por las siguientes causas generando así inestabilidad en el sistema:

- a) El financiamiento de corto plazo es fundamental para iniciar la inversión, sin embargo, este financiamiento generado por el incremento de la liquidez puede dirigirse no a financiar inversión productiva, sino que puede tener como destino la inversión financiera, y más específicamente, la inversión financiera especulativa. Si la liquidez se dirige al sistema financiero entonces se incrementará la demanda de títulos financieros lo que incrementa su precio lo que otorga a sus tenedores una ganancia de capital. Por lo tanto, la inestabilidad ocurre cuando el incremento de la liquidez no ingresa al circuito productivo y se va a la especulación lo que trastoca el crecimiento económico además de que pone en peligro la recuperación de los préstamos otorgados por los bancos ya que en la especulación hay mayor grado de posibilidades de obtener una pérdida.
- b) El incremento en la demanda de bienes de capital genera un incremento en la preferencia por la liquidez (incrementa la demanda de dinero por el incremento en el motivo financiamiento) lo que genera un incremento en la tasa de interés que, en un principio, incrementa el costo del financiamiento y, después, provoca una baja en el precio de las acciones lo que trae consigo que no se cubra el monto total para cancelar las deudas de corto plazo, generando insolvencia financiera en las empresas. Al mismo tiempo, el incremento en la tasa de interés reduce la rentabilidad de la inversión productiva, generando también la baja en el precio de los títulos financieros.
- c) Es importante que el ahorro generado en el proceso de producción de los bienes de capital se convierta en ahorro financiero y éste sea utilizado para la compra de los títulos financieros. De no ser así⁵⁵ el ahorro será insuficiente para cubrir la compra de las acciones que al igual que en inciso anterior provoca insuficiencia de recursos para pagar los préstamos de corto plazo y, dado que baja la demanda de títulos financieros, estos ven reducidos sus precios afectando de igual forma.

Es por ello que para mantener la estabilidad en la economía es necesario que se lleve a cabo la recolección del ahorro generado por la inversión inicial⁵⁶, es decir, el ahorro cumple una función de estabilización que cierra el círculo virtuoso del fondo revolvente de la inversión y de no ser así no se obtienen los recursos necesarios para cancelar las deudas de corto plazo y se reduce el precio de demanda de los activos fijos, tanto por el efecto de la tasa de interés como por el de la demanda de títulos, lo que afecta tanto el pago del crédito de corto plazo, lo que genera la inestabilidad financiera, como las decisiones futuras de inversión.

⁵⁵ Lo que puede deberse a un cambio en las expectativas de los agentes económicos que genera que estos acumulen dinero o a fugas del ahorro hacia otros países y fugas al multiplicador creados por un incremento en el nivel de las importaciones.

⁵⁶ Además de que es importante mantener la tasa de interés constante, incrementando la oferta monetaria cuando se incremente la demanda de dinero.

2.1.2.4. La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de H. P. Minsky.

H. P. Minsky es uno de los autores pos-keynesianos más reconocidos en los últimos años gracias a su formulación teórica de la hipótesis de la inestabilidad financiera. Este planteamiento teórico es de suma importancia ya que reconoce que el estudio realizado por Keynes no presenta un análisis completo y bien terminado de la forma en la que una economía suele caer en una crisis financiera que se construye a lo largo de un período de auge en el cual el sistema económico pasa de tener una estructura financiera robusta a tener una estructura financiera frágil e inestable que la pone en peligro de una crisis y la lleva a un subsiguiente período de decrecimiento económico. Por lo tanto Minsky enriquece a la teoría general y desarrolla ciertas líneas de estudio que Keynes deja inconclusas incorporando tanto aspectos teóricos como aspectos empíricos que se observan en una economía capitalista.

El planteamiento de Minsky recoge y utiliza como herramientas principales los conceptos contruidos por Keynes y que se describen en la Teoría General, en especial el uso del elemento tiempo, la incertidumbre, la endogeneidad del dinero y el otorgamiento de una gran relevancia a las relaciones financieras existentes en el capitalismo actual. En general, Minsky hace una interpretación de la Teoría General de Keynes enfatizando la inestabilidad existente a nivel macroeconómico en la inversión y en las finanzas bajo un mundo que se maneja en incertidumbre, lo que genera que no exista un equilibrio en la economía, al contrario, bajo la perspectiva de Minsky, la economía es una organización social que se encuentra en continuo cambio, cambio que genera endógenamente las crisis existentes en el capitalismo.

La interpretación de Minsky se define como una teoría financiera de la inversión y del ciclo económico que también se conoce como "El paradigma Wall Street" y que no únicamente se basa en la formulación keynesiana. Aunque ésta es la que más influye en Minsky, éste también se basa en los estudios de Joseph Schumpeter, Michael Kalecki (al retomar el concepto del riesgo creciente y en la forma en la que se determinan las ganancias), y de Irving Fisher y su teoría de la deflación por deuda.

El estudio de Minsky reconoce que a partir de la Segunda Guerra Mundial el capitalismo reforzó su pase de una fase de desarrollo a otra⁵⁷, es decir, el paso del capitalismo industrial al capitalismo financiero se acentuó y las relaciones financieras existentes entre los bancos y las empresas se hicieron más intensas afectando al comportamiento de la economía de tres formas:

- La adquisición de activos de capital necesita financiamiento externo debido a que en el capitalismo moderno este tipo de activos ha incrementado su costo.
- Las actividades de producción y distribución de los bienes de consumo y de inversión también necesitan financiarse.
- Los compromisos de pago establecidos en los contratos financieros deben de cumplirse.

Desde la perspectiva de Minsky es precisamente de la relación existente entre inversión y financiamiento, que se describe brevemente en los tres puntos anteriores, que se crea en la

⁵⁷ Desde la perspectiva de Minsky el capitalismo evoluciona en torno a la estructura financiera en donde el uso de fuentes externas para financiar la inversión se hace más intenso en las etapas más evolucionadas de desarrollo.

economía una inestabilidad inherente y las libres fuerzas del mercado por sí solas son insuficientes para mantener cierto grado de estabilidad económica y, por lo tanto, mucho menos son capaces de asegurar un estado de equilibrio.

Iniciamos el análisis de la hipótesis de la inestabilidad financiera con el estudio de lo que Minsky denominó como “El sistema de dos precios de la economía”⁵⁸. En la perspectiva de Minsky existen dos tipos diferentes de precios y ambos deben ser tomados en cuenta explícitamente al momento de formular un estudio teórico formal sobre la economía de nuestro tiempo ya que ambos sistemas de precios y su estudio conjunto ayudan a analizar de mejor forma el funcionamiento del capitalismo contemporáneo.

Primero tenemos el sistema de precios del producto corriente que indica que el precio de los bienes y servicios (de consumo, inversión, del gobierno y las exportaciones e importaciones) que se comercian en una economía se forma a partir de un margen por arriba de los costos de producción. Dicho margen estará determinado por el poder e influencia que cada empresa tenga sobre el mercado⁵⁹. Los precios del producto corriente tienen dos funciones principales en el análisis de Minsky⁶⁰:

1. Aseguran la existencia de un excedente. El que los precios se establezcan por encima de los costos de producción indica que, al momento en que se venden los bienes y servicios, una parte del precio será para cubrir los costos (incluyendo los salarios) y otra parte será un excedente denominado por Minsky como “ganancia bruta”. Este excedente es posible debido a que el nivel de salarios agregado es menor al nivel del producto en términos monetarios, por lo que los trabajadores no pueden adquirir la totalidad de lo producido dejando de esta forma un excedente en la economía el cual es apropiado por los empresarios y se divide en tres partes:
 - Una parte representa las ganancias de los empresarios (ganancia neta). A un nivel microeconómico, cada capitalista puede ser capaz de obtener un margen de ganancia por encima de los costos lo que determina, en el nivel macroeconómico, la existencia de un excedente que será dividido entre las empresas existentes en la economía (por medio del mercado y en función del poder que cada empresa tenga sobre éste).
 - Una parte es utilizada por las empresas para pagar sus obligaciones de deuda y obtener nuevos préstamos. Claramente, los precios deberán ser lo suficientemente por encima de los costos para asegurar que las empresas puedan cumplir con sus obligaciones de deuda contratadas con anterioridad. En la perspectiva de Minsky la capacidad que tiene cada empresa de obtener préstamos (recursos externos) va a depender de que tan alto sea su poder en el mercado. Cuando una empresa tiene un poder de mercado alto puede establecer un precio por arriba del costo mayor que el resto de las empresas, obteniendo de esta forma una mayor cantidad de ganancia

⁵⁸ Planteamiento que toma de Irvin Fisher.

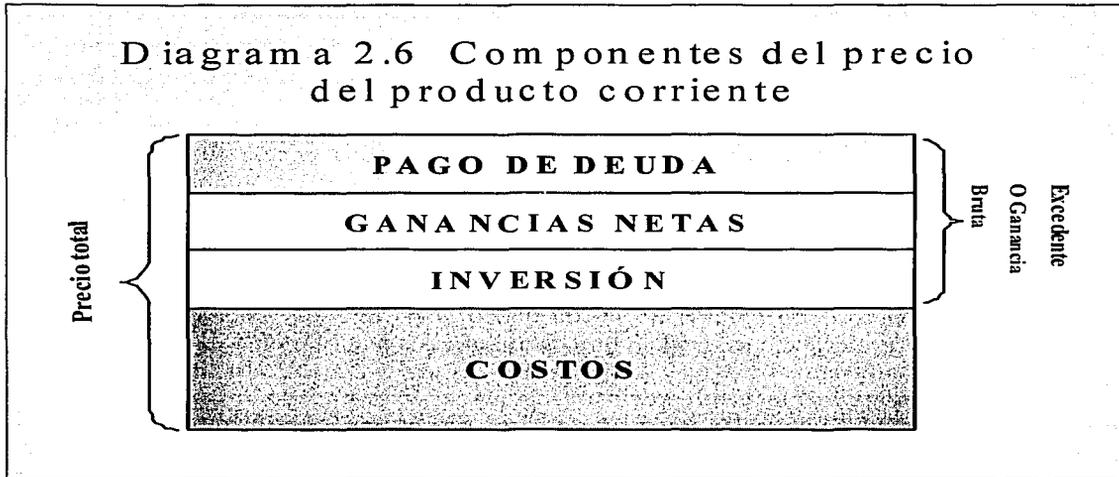
⁵⁹ Al igual que en Steindel, Minsky considera que el capitalismo no se maneja bajo un esquema de competencia perfecta sino bajo competencia oligopólica por lo que existen empresas en el mercado que pueden influir en los precios y obtener un mayor margen de ganancia que el resto de los competidores.

⁶⁰ Papadimitriou y Randall (1999) desglosan cinco funciones, en nuestro estudio consideramos más conveniente ubicar dos funciones y en la primera de ellas encerrar las otras tres ya que esto facilita el entendimiento de los conceptos y esclarece un poco más la importancia y funciones del sistema de precios del producto corriente.

bruta. Esta mayor ganancia bruta indica que la empresa cuenta con un grado mayor de seguridad para pagar sus obligaciones de deuda lo que le permite obtener la confianza de los prestamistas y obtener un mayor acceso a los recursos externos.

- Una última parte es utilizada para llevar a cabo la reinversión y se dé la acumulación de capital.

Gráficamente se ve de la siguiente manera:



Fuente: Elaboración propia.

2. Establece el precio de oferta de los bienes de capital. Como mencionamos en primer punto, los empresarios invierten una parte del excedente creado y el nivel de inversión se dará cuando el precio de demanda sea mayor al precio de oferta. Dicho precio de oferta es el precio de los bienes de capital en el mercado real. Como todo bien, los bienes de capital son productos, y por ende, su precio se determina de la misma forma que el conjunto de bienes generados en la economía, por lo tanto, el precio de oferta, fundamental para determinar el nivel de inversión, se determina en el sistema de precios del producto corriente.

Después tenemos el sistema de precios de los activos en el cual se da la determinación del precio de demanda que es el precio de los bienes de capital en el mercado financiero. Al igual que en Keynes, el precio de demanda se determina de la forma siguiente:

$$Pd = \frac{Vf_1}{(1+k)} + \frac{Vf_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{Vf_n}{(1+k)^n}$$

Donde: Vfi = ingresos esperados en el período i ; k = Tasa de descuento.

Por lo tanto, tenemos en la economía dos conjuntos de precios que se determinan en dos diferentes mercados (en el mercado del producto y en el mercado financiero) y que afectan al comportamiento del sistema económico y en conjunto determinan el nivel de inversión existente en la economía.

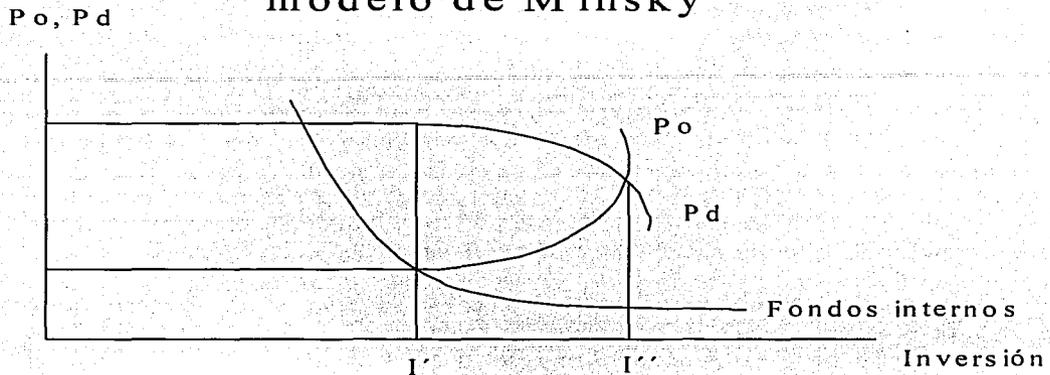
En el análisis de Minsky, al igual que en Keynes, la inversión se da cuando el precio de demanda es mayor al precio de oferta. La diferencia que establece Minsky es que incorpora en su estudio dos tipos de riesgo: el riesgo del prestamista y el riesgo del prestatario.

El riesgo del prestamista afecta al precio de oferta. Este tipo de riesgo es un fenómeno objetivo ya que se expresa en la forma de tasas de interés y en las condiciones contractuales que se establecen en los préstamos otorgados a los empresarios que compran los bienes de capital. Recordemos que el precio de oferta se divide en dos partes, en los costos y en las ganancias brutas, de éstas se debe de extraer una parte para cubrir los costos financieros. Estos se componen de costos implícitos (son los costos en los que incurre el prestamista por realizar una supervisión al prestatario y que son cargados a éste) y los costos explícitos. Estos últimos son los que incluyen el monto de interés a pagar y las amortizaciones. Es precisamente en los costos financieros explícitos donde se expresa el riesgo del prestatario, a mayor nivel de inversión y, por lo tanto, a mayor nivel de recursos otorgados a préstamo, mayor es el nivel de riesgo en que incurre el prestamista de no obtener de vuelta los recursos cedidos y por lo tanto, aplica una mayor tasa de interés, lo que hace crecer el precio de oferta a mayor monto de inversión.

El riesgo del prestatario afecta al precio de demanda. Este tipo de riesgo es un fenómeno subjetivo. Dado que las ganancias o ingresos futuros son esperados e inciertos mientras que los pagos de deuda son ciertos, a mayor nivel de inversión y utilización de recursos externos en el financiamiento el precio de demanda debe de incluir un mayor margen de compensación provocando un aumento en la tasa de descuento utilizada para actualizar los flujos de ingresos futuros reduciendo de esta forma el precio de demanda, reducción que se hace cada vez mayor mientras más crece el nivel de inversión.

Estas relaciones las podemos ver en la gráfica siguiente:

Diagrama 2.7 Determinación y componentes de la inversión en el modelo de Minsky



Fuente: Elaboración propia.

La curva de fondos internos indica la cantidad de bienes de inversión que puede financiarse con los recursos propios de la empresa. Esta cantidad de inversión se dará hasta llegar al nivel de I' . A partir de este punto, el incremento de la inversión necesitará la utilización de recursos externos. Dado que el precio de demanda es mayor al precio de oferta, existirá en la economía una demanda de recursos externos para llevar a cabo la inversión. Como vimos, la utilización de recursos externos en el financiamiento de la inversión implica la introducción del riesgo del prestamista y el riesgo del prestatario lo que afecta de la forma mencionada en líneas anteriores al nivel de P_o y P_d . Del origen hasta I' como únicamente se usan recursos internos no existe el efecto del riesgo, pero a partir de I' , P_o tiende a incrementarse y P_d tiende a bajar. La inversión se realizará hasta el nivel de I'' , donde se iguala el precio de oferta con el precio de demanda afectados por los riesgos existentes.

Como resultado tenemos un mayor nivel de inversión que en el caso de usar únicamente recursos internos ($I'' > I'$), pero al mismo tiempo las empresas contratan deuda, incrementando sus pasivos y asumiendo una posición financiera deudora, comprometiéndose a cumplir con sus obligaciones. Con el incremento en el apalancamiento de la empresa a medida en que se incrementa el nivel de la inversión se incrementa la cantidad de ganancias brutas que deberán ser utilizadas para pagar los pasivos y, por lo tanto, se reduce el margen de seguridad de las empresas, generando que el sistema financiero se vuelva frágil. De este modo, la economía capitalista se vuelve inestable, *"La inestabilidad se vuelve normal, en vez de no serlo."*⁶¹

⁶¹ Minsky, H. P. "Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo" en *Investigación económica*, 167, enero - marzo de 1984

Minsky toma en cuenta que en las relaciones económico-financieras existen dos tipos de series de tiempo: los ingresos recibidos y los compromisos de pago. Estos últimos son derivados de la contratación de una deuda por parte de una unidad económica que intercambia "*dinero hoy a cambio de promesas para pagar dinero en el futuro*"⁶². Y al mismo tiempo, dichos compromisos de pago deben de ser validados por los ingresos recibidos o, en su defecto, cuando esto no sea posible, las unidades económicas deben de tener fuentes alternativas de ingreso además de las recibidas por los flujos de sus operaciones para validar sus deudas, es decir, deben de tener acceso a un proceso de "refinanciamiento" que les permita el emitir nuevas obligaciones (contratar nueva deuda) para cumplir con sus pagos corrientes. Este proceso de refinanciamiento se hace necesario, primero, porque los ingresos recibidos (ingresos corrientes) pueden caer por debajo de las expectativas creadas sobre ellos, lo que imposibilita a las unidades económicas a cumplir con sus compromisos pactados con anterioridad, y, segundo, porque en el planteamiento de Minsky existen ciertas unidades económicas⁶³ que toman posiciones financieras en las que hacen uso intencional del refinanciamiento para llevar a cabo la inversión (o el consumo).

En Minsky, el contraer y volver a pagar deudas son procesos esenciales para el capitalismo y ambos procesos dependen de las ganancias realizadas. Esto se debe a que una vez que existen las deudas, éstas se deben de pagar con los ingresos que los deudores obtengan en el futuro, es decir, con las ganancias brutas. Por lo tanto, para que una economía funcione adecuadamente las ganancias brutas deben de ser suficientes para que se validen las decisiones pasadas de inversión y financiamiento.

Es así como en una economía capitalista las expectativas de ganancias futuras determinan el monto de inversión y la cantidad de recursos externos a los que puede acceder una empresa, mientras que las ganancias realizadas (ganancias o ingresos corrientes) validan las deudas contratadas en el pasado. Entonces, para seguir desarrollando la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky es importante conocer de que dependen las ganancias. Al respecto, Minsky utiliza la perspectiva de Kalecki y Levy en la determinación de las ganancias. Este estudio parte de la siguiente ecuación y suponiendo que los trabajadores gastan todo lo que ganan y que los únicos costos son los costos salariales:

$$C = W_c N_c + W_i N_i$$

Donde: C = Consumo; W_c y W_i = Salarios en la producción de bienes de consumo y salarios en la producción de bienes de inversión respectivamente; N_c y N_i = Número de trabajadores en el sector de producción de bienes de consumo y bienes de inversión respectivamente.

Y por lo tanto:

⁶² Minsky, H. P. "Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo" en *Investigación económica*, 167, enero - marzo de 1984.

⁶³ Que no sólo pueden ser empresas, sino que también se puede incluir a las familias, el gobierno y las unidades internacionales.

$$\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c = W_I N_I$$

$$\pi_I = P_I Q_I - W_I N_I$$

$$\pi_c + \pi_I = \pi$$

Lo que indica que las ganancias en el sector de bienes de consumo son iguales a la producción de dicho sector (en términos monetarios) menos los costos, y las ganancias del sector de producción de bienes de inversión son iguales a su producto (también en términos monetarios) menos sus costos. Por lo tanto, la totalidad de las ganancias es igual a la suma de las ganancias en el sector de bienes de consumo más las ganancias en el sector de bienes de producción. Siguiendo con las ecuaciones y tomando en cuenta que las ganancias en el sector de bienes de consumo son iguales a los costos del sector productor de bienes de producción:

$$\pi = P_I Q_I - W_I N_I + W_I N_I$$

∴

$$\pi = P_I Q_I$$

Y dado que $P_I Q_I$ es igual al nivel de inversión (I) tenemos lo siguiente:

$$\pi = I$$

Si introducimos al gobierno, el consumo que se hace de las utilidades, el ahorro de los trabajadores y una economía abierta obtenemos la siguiente ecuación:

$$\pi = I + Df + c\pi - sW + SBP$$

Donde:

Df = Déficit fiscal.

c = Propensión al consumo de las utilidades.

s = Propensión al ahorro de los trabajadores.

SBP = Saldo en la balanza de pagos.

Esta ecuación implica que las ganancias se determinan por el nivel de inversión y son fortalecidas por el déficit fiscal del gobierno, el saldo en la balanza de pagos, el ahorro familiar y el consumo de los capitalistas o empresarios. Por el momento solamente tomaremos en cuenta que las ganancias se determinan por la inversión realizada y más adelante incorporaremos la importancia del déficit fiscal.

El que las ganancias sean determinadas por la inversión es un punto sumamente importante en el análisis de Minsky debido a que implica que para que sean validadas las deudas contratadas por las empresas debe de existir una inversión futura que genere las ganancias brutas necesarias para realizar los pagos de deudas. Un aumento en la inversión, debido a condiciones favorables (Pd mayor al Po y disponibilidad de otorgar préstamos por parte de las instituciones financieras) generará un aumento en las ganancias que a la vez fortalece la confianza tanto de los empresarios como de los bancos y trae consigo un nuevo aumento en la inversión y por ende se continúa el

proceso en el cual las empresas continúan aumentando su nivel de endeudamiento y llevando al sistema financiero y al sistema económico en general a una posición frágil en términos financieros, es decir, se va generando la inestabilidad financiera en un proceso endógeno a través del espacio temporal que lleva al sistema económico de una posición financiera robusta a una posición frágil e inestable que puede desencadenar una crisis de deflación por deuda y tener graves efectos en el crecimiento económico.

Minsky reconoce tres tipos de empresas⁶⁴ clasificándolas según la forma en la que cubren sus pagos de deuda. Así tenemos:

- a) Empresas cubiertas (*Hedge financing units*): Este tipo de unidades económicas son capaces de cubrir sus pagos de deuda con los ingresos que generan, es decir, sus ingresos corrientes exceden en todo momento sus compromisos de pago, tanto los pagos de intereses como los pagos del principal.
- b) Empresas especulativas (*Speculative finance units*): Este tipo de empresas tiene la necesidad de recurrir a un proceso de refinanciamiento debido a que sus ingresos corrientes únicamente alcanzan a cubrir el pago de intereses por lo que tienen que volver a endeudarse para pagar las amortizaciones del principal.
- c) Empresas ponzi (*Ponzi financing units*): Este tipo de unidades económicas, al igual que las especulativas, necesitan la contratación de nueva deuda para cumplir con sus compromisos de pago sólo que en este caso los flujos de ingreso no sólo no alcanzan a cubrir los pagos del principal sino que tampoco son capaces de cubrir los intereses por lo que requieren un mayor grado de refinanciamiento.

La hipótesis de la inestabilidad financiera tiene dos teoremas centrales. El primero indica que la economía tiene dos estados financieros, un estado financiero robusto y uno frágil. Cuando en el sistema económico en su conjunto dominan en existencia las estructuras financieras cubiertas, entonces el sistema financiero se encuentra en una posición robusta. En cambio, cuando dominan las empresas especulativas y ponzi el sistema financiero es frágil e inestable y se puede desencadenar una serie de incumplimientos en los pagos de deuda trastocando a todo el sistema económico.

El segundo teorema indica que tras períodos de prolongada prosperidad la economía transita de una estructura robusta a una estructura frágil debido al desarrollo de las prácticas financieras de las unidades económicas y al cambio en las condiciones estructurales que se van dando a lo largo del ciclo económico.

En la primera etapa del ciclo económico, la fase de prosperidad, el nivel de inversión tiende a crecer debido a que el precio de demanda es mayor al precio de oferta y los términos financieros

⁶⁴ Minsky desarrollo su estudio en dos tipos de instituciones, las empresas y los bancos, sin embargo, con el paso del tiempo distintos autores y el mismo Minsky incorporaron no sólo a las empresas, también incorporaron a las familias, el gobierno y las unidades económicas extranjeras dado que también incurrían en adoptar posiciones financieras deudoras. Al mismo tipo se amplió la base de instituciones financieras utilizadas en el análisis.

son favorables, es decir, la confianza entre banqueros y empresarios es muy alta ya que las expectativas de ganancias futuras son amplias.

Esto genera que se lleve a cabo una expansión de la inversión que a la vez provoca que las empresas tomen posiciones de endeudamiento. Como hemos mencionado, en este estado del ciclo, en su gran mayoría las empresas se clasifican como cubiertas, teniendo la posibilidad de pagar tanto los intereses como las amortizaciones del principal debido a que se siguen dando incrementos en el nivel de inversión lo que genera al mismo tiempo un aumento en las ganancias brutas que permite realizar los pagos de deudas contratadas. Además, las empresas especulativas y ponzi, obtienen los préstamos necesarios para llevar a cabo el refinanciamiento de su deuda debido a que los prestamistas tienen un exceso de confianza sobre el futuro de la inversión, mantienen la creencia de que ésta seguirá aumentando constantemente y podrán cobrar los préstamos otorgados.

En esta etapa del ciclo se puede observar también un proceso de innovación financiera y tasas de interés bajas que incrementan aún más el nivel de inversión. Precisamente una tasa de interés baja se da debido a la aparición de las innovaciones financieras, las cuales surgen cuando los bancos desean incrementar los créditos y el banco central no se los permite. Las innovaciones financieras tornan muy elástica la oferta de créditos y aunque la tasa de interés se mantiene baja las empresas aumentan su relación entre sus compromisos de pago y las ganancias recibidas.

Sin embargo, este proceso de crecimiento de la inversión, las ganancias y del nivel de ingreso, tiene un límite. Conforme transcurre el tiempo y el ciclo económico, el crecimiento de la inversión tiende a ser cada vez menor debido a que se produce un cambio en las condiciones económicas anteriormente favorables generando los siguientes fenómenos:

- Un proceso inflacionario en el precio del producto corriente.
- Se incrementa la tasa de interés.
- Se reduce la inversión.
- Las empresas cubiertas se convierten en especulativas y éstas a la vez en ponzi.

Estos fenómenos son un proceso en cadena que al combinarlos con el incremento del riesgo del prestamista y el prestario generan un cambio en la estructura financiera en la economía volviéndola inestable y altamente vulnerable. Veamos como sucede esto:

La inflación: La inflación en los precios del producto corriente se debe principalmente a que el incremento del nivel de producción que impulsa el crecimiento de la oferta hacia arriba suele ser menor al crecimiento del nivel de demanda⁶⁵, provocando el alza en los precios.

La tasa de interés: La tasa de interés se ve impulsada hacia arriba debido a que la oferta de financiamiento se empieza a tornar más inelástica a medida que avanza el ciclo económico ya que se incrementa el nivel de riesgo de los prestamistas. A una menor oferta y mayor demanda de financiamiento la tasa de interés sube en un proceso que se crea endógenamente y por las

⁶⁵ Por que la producción toma tiempo y cuando se otorgan préstamos para financiar la inversión y son utilizados para financiar capital de trabajo y compra de insumos en general, ya se está creando demanda, mientras que la oferta aumentará cuando concluya el proceso productivo.

propias acciones de los agentes económicos. A la vez la tasa de interés se puede incrementar debido a un proceso exógeno. El incremento en el nivel de precios de la economía crea en los gobiernos de las economías cierto temor y se ven en la "necesidad" de reducir este proceso aplicando una política monetaria restrictiva (reducción en la oferta monetaria) lo que incrementa la tasa de interés.

La inversión: La reducción de la inversión se da por varias fuentes:

- La reducción del precio de demanda por el incremento del riesgo del prestatario y el alza en la tasa de interés.
- El incremento del precio de oferta por el incremento del riesgo del prestamista, el alza en la tasa de interés y la inflación en los precios del producto corriente del que forma parte los bienes de capital.
- El alza en la tasa de interés.
- El incremento del nivel de riesgo tanto de los prestamistas como de los prestatarios.

Cambio en la estructura financiera de la economía: La estructura financiera de la economía se vuelve frágil debido a que las empresas cubiertas se hacen especulativas y éstas a la vez se hacen ponzi. Esto se debe, primero, a un incremento en el costo del financiamiento por el incremento en la tasa de interés y, segundo, por la reducción en el nivel de inversión que reduce el nivel de las ganancias y trae consigo el incumplimiento de pagos por parte de las empresas que se ve agravado con la interrupción de los procesos de refinanciamiento debido al incremento del riesgo de los bancos. Obviamente, este incremento en la tasa de interés y baja en el nivel de las ganancias afecta de forma diferente a las empresas. Las empresas cubiertas se ven menos afectadas, mientras que las especulativas y las ponzi observan efectos sumamente devastadores que pueden llevar a este tipo de empresas a la quiebra y a generar la reducción del nivel de ingreso. Sin embargo, cuando la estructura financiera es robusta, es decir, dominan las empresas cubiertas, el aumento en la tasa de interés y la baja de las ganancias no afecta en gran medida el nivel de cumplimiento de los pagos, sin embargo, como hemos visto, a lo largo del ciclo las empresas empiezan a incrementar su nivel de endeudamiento y, poco a poco, van haciéndose menos solventes hasta crear la estructura frágil. Otro punto a considerar para que se avance hacia la fragilidad financiera es el hecho de que en la etapa de prosperidad del ciclo económico el crédito crece a mayores tasas que el nivel de las ganancias debido a que por lo general la inversión tiene un período de maduración y a que las empresas ponzi y especulativas incrementan el nivel de crédito sin realizar inversión nueva (el crédito se utiliza para el pago de deuda de inversión ya realizada), por lo que no incrementa la inversión y, por lo tanto, son créditos que no generan ganancias lo que también provoca el incremento del nivel de endeudamiento relativo de las empresas. Cuando la economía se encuentra ya en una estructura frágil un alza repentina en la tasa de interés o que una empresa no cumpla repentinamente con sus compromisos de pago puede crear un proceso de deflación por deuda que veremos con mayor detenimiento más adelante.

El objetivo de Minsky al plantear la hipótesis de la inestabilidad financiera es resaltar que el capitalismo es inherentemente inestable y mostrar el proceso en el cual se va incrementando dicha inestabilidad. Pero además, se plantea el objetivo de crear una política económica anti cíclica que pueda reducir dicha inestabilidad. Para esto Minsky propone la existencia de dos elementos fundamentales para la estabilización económica: El Gran Gobierno y el Gran Banco.

Dentro del análisis de Minsky el Gran Gobierno cumpliría la función de evitar la caída del nivel de las ganancias. Recordemos la ecuación presentada anteriormente:

$$\pi = I + Df + c\pi - sW + SBP$$

La baja en el nivel de ganancias la hemos manejado generada por una reducción en el nivel de la inversión, sin embargo, si se da una baja en la inversión ésta puede ser sustituida por un incremento en el déficit público. Este mayor gasto del gobierno implica una nueva inversión, inversión pública, que ayuda a mantener el nivel de ganancias en un nivel adecuadamente alto para que se pueda pagar las deudas contratadas. La existencia de un Gran Gobierno tendría los siguientes efectos:

1. Efectos ingreso y empleo. El gasto gubernamental crea un efecto multiplicador.
2. Efecto flujo de efectivo. El gasto del gobierno incrementa o al menos mantiene el flujo de efectivo de las empresas lo que permite a éstas pagar sus deudas además de que les permite seguir obteniendo ganancias.
3. Efecto portafolio. La deuda del gobierno se financia con deuda por lo que se emiten instrumentos seguros que estabilizan la economía ya que proveen de activos seguros a los portafolios (carteras) de las empresas⁶⁶.

Mientras tanto, el Gran Banco cumpliría dos funciones principales. Primera, otorgar recursos para el refinanciamiento de las deudas cuando la oferta de financiamiento de los bancos se vea reducida. Segunda, cumplir con la función de prestamista de última instancia que asegure la estabilidad del sistema financiero en su totalidad al prevenir y evitar una deflación por deuda. La función del Gran Banco puede ser asumida por el Banco Central u otra institución indicada para hacerlo pero lo importante es que la intervención del Gran Banco debe proveer las reservas de dinero de alto poder que sean necesarias sin limitaciones y evitar la deflación por deuda⁶⁷. Sin embargo, la existencia del prestamista de última instancia tiene efectos colaterales ya que cambia las expectativas de los agentes económicos y lleva a los bancos a la innovación financiera y a ser más propensos al riesgo debido a que tienen la confianza en que el prestamista de última instancia resolverá los problemas de insolvencia y falta de liquidez que se puedan presentar. Por lo tanto, la simple existencia del Banco Central puede provocar el incremento en la inestabilidad financiera y hacer más frágil la estructura financiera de la economía ya que se incrementa el riesgo moral, como solía decir Minsky: “la estabilidad es desestabilizante”.

Podemos resumir la hipótesis de la inestabilidad financiera en los siguientes puntos:

- A) Es importante centrarse en el análisis del capitalismo contemporáneo en las empresas, la inversión y su financiamiento ya que es de estas relaciones de donde surge la inestabilidad natural del capitalismo.
- B) Los ciclos económicos son endógenos y no se crean por shocks externos aunque estos los pueden precipitar y agudizar.

⁶⁶ Es importante señalar que la teoría ortodoxa solamente observa el primer efecto ignorando los otros dos.

⁶⁷ Para Minsky esta es la función principal del Banco Central y no el control de la oferta monetaria y la inflación.

- C) La hipótesis de la inestabilidad financiera es pesimista ya que en los propios períodos de auge llevan a poner en una situación frágil en términos financieros a todo el sistema económico.
- D) El Gran Gobierno y el Gran Banco son necesarios para establecer un piso de la demanda agregada y evitar la caída de las ganancias y para evitar una deflación por deudas.

2.1.2.5. La HIF en el mercado de capitales. El planteamiento de Jan Toporowski.

Hemos decidido incorporar al estudio de la inestabilidad financiera el planteamiento de Toporowski debido a que ofrece una interpretación fresca e interesante de cómo es que el planteamiento de H. P. Minsky se traslada al mercado de capitales. Esta interpretación es sumamente interesante debido a que toma en cuenta la importancia actual del mercado de capitales en el proceso de financiamiento de la inversión. Como hemos visto, el análisis de Minsky se centra principalmente en la relación existente entre empresas y banqueros (e intermediarios financieros en general) y no toma en cuenta la existencia del mercado de capitales. Esto se debió principalmente al hecho de que en la época en la que Minsky desarrolló por primera vez su hipótesis de la inestabilidad financiera en 1960 las instituciones bancarias eran las organizaciones centrales en los procesos de financiamiento de la economía capitalista.

Sin embargo, en la época actual, el proceso de globalización económica incrementó de manera sorprendente la importancia de los mercados de capitales siendo éste la principal fuente de financiamiento de largo plazo y relegando a los bancos a un papel secundario.

El traslado de la hipótesis de la inestabilidad financiera al mercado de capitales forma parte de todo un cuerpo de estudio presentado por Jan Toporowski que se centra en la teoría de la inflación en el mercado de capitales. Esta teoría se basa en que el valor actual de los instrumentos financieros que se negocian en el mercado de capitales está determinado por la oferta y la demanda existente en dichos instrumentos como en todo mercado de activos.

Toporowski reconoce que a partir de los años sesenta con el crecimiento de los mercados de eurodólares y la desregulación de los mercados de capital a inicios de los setenta dio inicio una era financiera en el capitalismo que incrementó la cantidad de dinero dedicado a la inversión en el mercado de capitales teniendo como efecto el crecimiento de los precios de los instrumentos financieros negociados en dicho mercado que incluye acciones y bonos de largo plazo emitidos tanto por empresas como por los gobiernos con el fin de financiar sus gastos⁶⁸.

Esta inflación en el mercado de capitales tiene diferentes efectos en los que se incluye la aparición de la inestabilidad financiera en este mercado.

Debido a la aparición de la inflación en el mercado de capitales las empresas y los gobiernos deciden financiar sus gastos con la emisión de títulos de deuda debido a que a mayores precios de estos instrumentos, menores son los intereses o dividendos que se deben de pagar al

⁶⁸ Al respecto, en el análisis de Toporowski, los inversionistas institucionales como los fondos mutualistas de seguros y los fondos de pensión en especial, son un punto clave para entender el crecimiento de la demanda de instrumentos financieros en el mercado de capitales que de hecho ha provocado la inflación en el mercado.

inversionista⁶⁹. Esto provoca un desplazamiento de la función crediticia de los bancos ya que para las empresas y los gobiernos es más barato financiarse en el mercado de capitales que con préstamos bancarios. Por lo tanto, los ingresos obtenidos de la emisión de instrumentos financieros son utilizados como sustituto de los préstamos bancarios y también son utilizados para pagar las deudas bancarias contratadas con anterioridad a un costo menor. De esta forma los bancos se ven forzados a otorgar préstamos a prestatarios más riesgosos aumentando las posibilidades de incumplimiento de los pagos alterando al sistema financiero en su totalidad.

La función de los bancos no queda ahí, al verse en la imposibilidad de otorgar préstamos a las empresas optan por comprar los instrumentos financieros emitidos por las empresas, especialmente aquellos de corto plazo ya que son los más líquidos y fáciles de negociar en dado caso que el banco se encuentre en la necesidad de obtener dinero de alto poder. Es así como los bancos en la práctica remplazan sus préstamos a las grandes empresas por instrumentos financieros de las mismas por los cuales obtiene cierta cantidad de ingresos que son menores que si otorgara préstamos de forma tradicional y pude no obtener los ingresos suficientes para pagar la tasa de interés pasiva.

Sin embargo, las empresas no utilizan los ingresos obtenidos por la venta de instrumentos financieros para financiar la inversión en capital fijo. Debido a la inflación en el mercado de capitales, la tasa de ganancia especulativa es mayor a la tasa de ganancia en el sector productivo, por lo tanto, los ingresos que obtienen las empresas son utilizados para la compra de instrumentos financieros de otras compañías con el fin de obtener mayores ganancias. Toporowski indica que los grandes conglomerados actuales obtienen mayores ganancias utilizando los ingresos que obtiene adquiriendo empresas endeudadas y saneándolas a menores costos de interés y haciéndolas más rentables. Por lo tanto, en realidad no hay un incremento en la inversión productiva, mientras que la inversión en el sector financiero se ve incrementada sustancialmente.

Otro efecto importante de la inflación en el mercado de capitales es que provoca que la política monetaria no sea efectiva para reducir los efectos inflacionarios en los precios del producto corriente. Por lo general los bancos centrales tratan de reducir el nivel de la inflación reduciendo los préstamos bancarios y reduciendo la actividad económica. Sin embargo, dado que las empresas no toman préstamos bancarios, la política de reducción de los préstamos bancarios por la vía de la intervención en los mercados interbancarios, no tiene efectos sobre el nivel de gastos de las empresas, por lo que este instrumento de política monetaria es ineficiente para controlar la inflación. Por lo tanto, la forma para reducir la inflación se da por la vía de incrementar la tasa de interés de corto plazo. Sin embargo, el incremento de la tasa de interés de corto plazo tampoco provoca que el gobierno baje su nivel de gasto y las empresas endeudadas por la vía de instrumentos financieros se ven menos afectadas que aquellas que si mantienen préstamos bancarios, que como ya hemos mencionado, son empresas o familias con menor capacidad de pago, por lo que el incremento de la tasa de interés de corto plazo si tiene un efecto como lo describe la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky en las unidades endeudadas con los bancos.

⁶⁹ Recordando que a mayor precio de un activo financiero, menor es la tasa de interés que este paga. Para mayores referencias ver el capítulo primero de este trabajo de investigación.

Pero en realidad la inestabilidad financiera en el mercado de capitales surge debido al incremento de la tasa de interés de corto plazo que provoca un cambio en la preferencia por la liquidez de los inversores del mercado de capitales y los impulsa a invertir en el mercado de dinero (de corto plazo) para aprovechar los mayores rendimientos resultado de la mayor tasa de interés. Este cambio de los recursos del mercado de capitales al mercado de dinero de corto plazo genera una reducción de la demanda en el mercado de capitales y una subsiguiente baja en el precio de los instrumentos financieros y un aumento en el pago de intereses y dividendos que estos otorgan, lo que incrementa los costos de financiamiento de las empresas. Al igual que en el análisis de Minsky, existen empresas cubiertas, especulativas y ponzi que se financian por medio del mercado de capitales y que deben de pagar los dividendos o intereses con los ingresos corrientes obtenidos por las operaciones normales de la empresa o por medio de las ganancias de capital que obtienen por la negociación de instrumentos financieros, por lo que al bajar el precio de los instrumentos y aumentar el pago de intereses y dividendos las empresas se ven en la imposibilidad de realizar dichos pagos generando un proceso de inestabilidad financiera al estilo Minsky y llevando al sistema económico de una estructura robusta a una estructura frágil en términos financieros. Inclusive Toporowski menciona que es más común la existencia de empresas ponzi en el mercado de capitales que en el sistema bancario lo que hace más inestable a este tipo de financiamiento.

Ya que hemos estudiado de forma breve algunas de las teorías que explican la inestabilidad financiera en una economía capitalista pasaremos al estudio de las crisis financieras.

2.2 El Estudio de las Crisis Financieras.

Las crisis financieras es un fenómeno económico difícil de estudiar, sin embargo, en los últimos años los estudios sobre las crisis financieras aparecen cada vez en mayor cantidad y esto se debe precisamente en que a partir de la década de los setenta han estallado tanto en los países industrializados como en los países en desarrollo numerosos episodios de crisis financieras en sus diversas modalidades.

Las crisis financieras no son un fenómeno reciente, la historia económica registra innumerables crisis financieras, especialmente en su modalidad de crisis bancarias, y aunque cada crisis representa un caso específico e irrepetible si podemos señalar que con frecuencia las crisis de todos tipos han tenido orígenes comunes, es decir, a pesar de la enorme diversidad de episodios de crisis es posible identificar ciertas causas comunes que las unifiquen sin olvidar que cada fenómeno es único y que mantiene características propias.

Antes de entrar específicamente al estudio de las crisis financieras es importante analizar primero cual es el papel del crédito dentro de un ciclo económico. La importancia de iniciar con este tópico radica en que *“las crisis financieras se asocian a los puntos máximos de los ciclos económicos”*⁷⁰. Posteriormente pasaremos a revisar algunas de las interpretaciones teóricas que diversos autores han dado acerca de las crisis financieras para después finalizar con un tema de suma importancia: los tipos de crisis financieras.

⁷⁰ Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracs: Historia de las crisis financieras.** Editorial Ariel Económica. España 1991

2.2.1 El papel del crédito en los ciclos económicos. Algunas interpretaciones teóricas.

En 1946 dos economistas estadounidenses (Arthur Burns y Wesley Mitchell) dieron la definición clásica del ciclo económico:

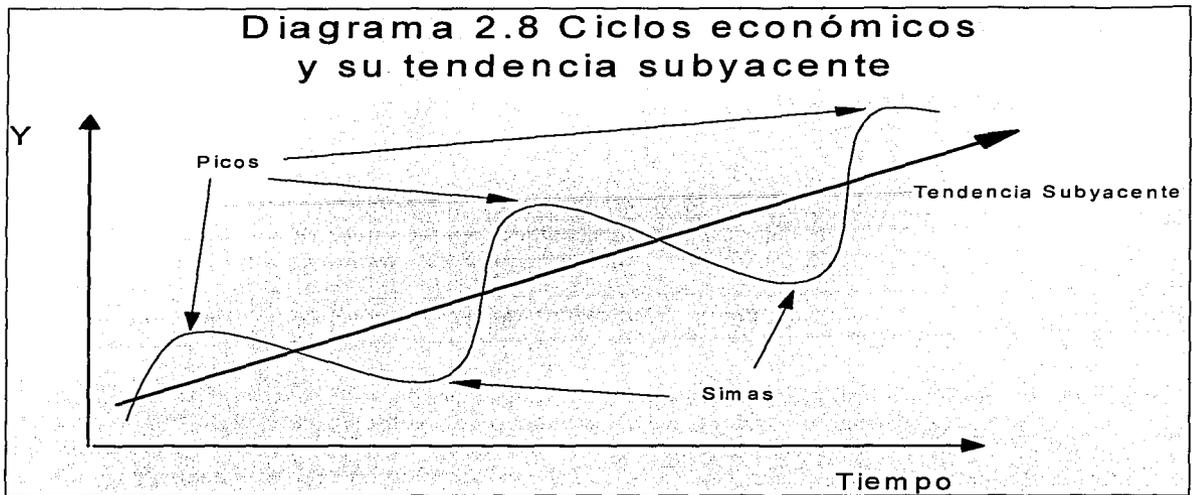
“Los ciclos económicos son una forma de fluctuación que se encuentran en la actividad económica agregada de las naciones que organizan su trabajo principalmente en empresas: un ciclo consiste en expansiones que ocurren al mismo tiempo en múltiples actividades económicas, seguidas de recesiones de igual modo generales, contracciones y recuperaciones que se funden con la fase expansiva del ciclo siguiente; esta secuencia de cambios es recurrente, pero no periódica; en su duración los ciclos económicos varían desde algo más de un año hasta diez o doce años; no son divisibles en ciclos más cortos de similar carácter cuyas amplitudes se aproximan a la propia”⁷¹.

Cada ciclo económico comienza con una sima, el punto más bajo de la actividad económica, a partir del cual se desarrolla un período de expansión para eventualmente alcanzar un pico, el punto más alto de actividad económica, a partir del cual inicia un período de contracción económica llamado recesión o, en los casos en que la contracción es demasiado profunda, se denomina como depresión.

Un enfoque central en el estudio de los ciclos económicos es que tanto el nivel del producto como del empleo tiene una trayectoria subyacente de crecimiento (denominada tendencia) y que las fluctuaciones económicas se presentan en torno a dicha tendencia subyacente. Es decir, *“el ciclo económico representa desviaciones transitorias en torno a una trayectoria dada”⁷²* como se presenta en la gráfica siguiente.

⁷¹ Citado en Sachs y Larrin, **Macroeconomía en la economía global**. Printence Hall Hispanoamericana, México 1994.

⁷² Sachs y Larrin, **Macroeconomía en la economía global**. Printence Hall Hispanoamericana, México 1994.



Fuente: Elaboración propia.

Lo que cabe preguntarse aquí es cual es la causa de los ciclos económicos. Por lo general podemos encontrar tres grandes explicaciones⁷³:

- Los shocks de oferta.
- Los shocks de demanda.
- Los shocks de política.

No entraremos a analizar con detalle como es que cada uno de estos shocks puede generar ciclos económicos ya que no es tema de nuestro trabajo de investigación pero si es importante mencionar que desde la perspectiva ortodoxa los ciclos económicos son creados por el lado de la oferta (“Teoría de los ciclos económicos reales”), mientras que la fuente de los ciclos económicos por el lado de los factores de demanda agregada pertenece a las interpretaciones teóricas heterodoxas en donde las expectativas futuras juegan un papel importante en la generación de los períodos de expansión o contracción de los niveles del producto y el empleo, los mayores exponentes de estos tipos de teorías son Samuelson, con el principio del multiplicador – acelerador basado en la teoría keynesiana, y la interpretación del ciclo puro de inventarios de Meztler. Mientras tanto los shocks de política generan los ciclos económicos a

⁷³ Dentro de la clasificación de las teorías endógenas del ciclo económico, aquellas teorías del ciclo del tipo exógeno no las tomamos en cuenta por considerarlas de alguna forma explicaciones no económicas. Algunas de estas explicaciones del tipo exógeno son: el tiempo, las manchas solares, la guerra, las innovaciones y la población. Para mayores referencias ver Padilla Aragón, Enrique. **Ciclos económicos y política de estabilización**. Editorial Siglo XXI, México 1980.

partir de decisiones adoptadas por las autoridades que manejan la política económica en una determinada nación en busca de contraer o acelerar el ritmo de crecimiento económico⁷⁴.

A pesar de las diferentes fuentes que pueden crear los ciclos económicos es un hecho que el dinero, el sistema financiero y el crédito juegan un papel vital dentro del ciclo por dos puntos básicos:

1. El sistema monetario y financiero es una precondition para la generación del ciclo.
2. El crédito y el sistema financiero intensifican y exageran el ciclo, tanto en su período expansivo como en el contractivo.

Haberler describe esta situación en la siguiente cita:

“Money and credit occupy such a central position in our economy system that it is almost certain that they play an important role in bringing about the business cycle, either as an impelling force or as a conditioning factor”⁷⁵.

Una de las primeras interpretaciones de la función del crédito en los ciclos económicos es la de la teoría del sobre - comercio (*overtrading*), la cual aparece por primera vez en los estudios de Adam Smith y es complementado por los estudios de Carey y Mills. El sobre - comercio describe una situación en la cual los grandes y pequeños comerciantes observan que las ganancias del comercio son mayores a lo normal (lo que implica una fase ascendente del ciclo económico) por lo que los bancos comerciales contribuyen a ampliar el comercio al promoverlo, fomentarlo y extenderlo al incrementar el crédito libremente para que sea utilizado en operaciones de especulación mercantil⁷⁶.

Los créditos otorgados son utilizados por los comerciantes para incrementar el comercio (impulsando la fase ascendente del ciclo) dado que la alta tasa de ganancia estimula esta actividad. Dicho incremento en el comercio crea una situación de sobre - comercio que crea un exceso de oferta y una consecuente caída en el precio de los productos y de la tasa de ganancia comercial que puede desencadenar en una crisis comercial. Al primer signo de la crisis los bancos cambian drásticamente su práctica crediticia y adoptan una posición opuesta a la inicial, es decir, disminuyen abrupta y rápidamente el monto de los préstamos.

Este mecanismo implica que en un principio se da un abrupto incremento de la demanda (y oferta) de préstamos seguido por una temporal destrucción del mismo o “descrédito.” Mills argumenta que el ciclo expansivo del crédito genera optimismo el cual tiende a convertirse en imprudencia que puede llevar a una crisis y una depresión. Por lo tanto, el papel del crédito en

⁷⁴ Como ejemplos claros de shocks de política podemos mencionar a la política del dólar fuerte de Paul Volker a finales de la década de los setenta o lo referente a las políticas llevadas por Allan Greenspan durante los noventa que no solamente provocaron la desaceleración de la economía estadounidense sino también la de la economía mundial.

⁷⁵ “Dinero y crédito ocupan una posición central en nuestro sistema económico ya que esta casi corroborado que juegan un importante rol en la creación del ciclo económico, tanto como una fuerza impulsora como por un factor condicionante” Citado en Millineux, A. W. **Business Cycles and Financial Crises**. The University of Michigan Press. 1990.

⁷⁶ Es decir, la compra de mercancías que se espera su precio se incremente para poder venderlas posteriormente y obtener una ganancia.

los ciclos económicos tiene mucho que ver con motivos psicológicos y con las expectativas generadas por los agentes económicos.

La interpretación de la teoría del sobre – comercio se presenta en la literatura de los Siglos XVIII y XIX por lo que no está desarrollada muy formalmente además de que en la época los estudios se centraban en el sector productivo mientras que la participación del sistema financiero y monetario en la economía se trataba brevemente.

Haberler en el año de 1958 realiza una revisión de la literatura con respecto a la función del crédito en los ciclos económicos y distingue tres tipos de teorías:

- Teorías monetarias puras del ciclo.
- Teorías monetarias de sobre inversión.
- Teorías psicológicas.

En las teorías monetarias puras únicamente los factores monetarios inciden el ciclo económico. Como ejemplo de este tipo de teorías nos podemos encontrar el trabajo de Hawtrey donde los cambios en la cantidad de dinero son la causa suficiente para generar cambios en la actividad económica, incluyendo la alternación entre prosperidad y depresión y períodos de bonanza y baja comercial.

La base de esta teoría radica en que los cambios en la cantidad de dinero generan cambios en los gastos de los consumidores. Por lo tanto, ante una reducción de M (cantidad de dinero en circulación), caerá el nivel del gasto, es decir, caerá el nivel de demanda⁷⁷ y se generará una depresión. Y al contrario, un aumento en el nivel de dinero en circulación generará una consecuente elevación del nivel de demanda dando paso a una consecuente etapa de prosperidad. Hawtrey establece que ambas fases se verán reforzadas si se continúa la tendencia en el aumento o reducción de la cantidad de dinero circulando, por lo que los ciclos económicos desaparecerán (o al menos se estabilizarán) cuando el flujo de dinero se mantenga estable. Sin embargo, argumenta Hawtrey, esto no es nada fácil debido a que el dinero moderno y el sistema de crédito existente es inherentemente inestable en una economía capitalista ya que el crédito bancario, creado y destruido a discreción de los banqueros, provee a la economía de medios de pago que incrementan la cantidad de dinero en circulación. Por lo tanto, el ascenso en el ciclo económico puede ser causado por una expansión del crédito bancario⁷⁸.

En la fase ascendente del ciclo económico el nivel de precios tenderá a incrementarse lo que a su vez mejora la rentabilidad de las empresas lo que al mismo tiempo refuerza la tendencia expansiva del ciclo. La mejora en la rentabilidad continúa generando un aumento en la demanda de dinero la cual es cubierta por los créditos bancarios, aumentando el dinero en circulación e impulsando la fase ascendente, sin embargo, este aumento de préstamos genera, primero, un constante aumento en la tasa de interés y, segundo, una reducción de las reservas bancarias,

⁷⁷ Desde la perspectiva de Hawtrey dicha caída en el nivel de demanda se verá intensificada por una reducción de la velocidad de circulación del dinero.

⁷⁸ Que al mismo tiempo puede ser impulsado por condiciones favorables en el mercado de préstamos o por reducciones en la tasa de interés.

haciendo a estas instituciones financieras dependientes de los préstamos otorgados por el banco central para satisfacer la creciente demanda de dinero.

La prosperidad finaliza cuando la expansión crediticia se ve terminada. Desde la perspectiva de Hawtrey esto sucede en el momento en que el banco central decide no seguir otorgando recursos a los bancos debido a que se ve en la necesidad de controlar las presiones inflacionarias o a mantener al tipo de cambio en un nivel objetivo, es así como el proceso de expansión del crédito termina.

La fase descendente del ciclo económico se ve reforzada por condiciones inversas a las que se observan en la prosperidad. Durante la depresión los préstamos son liquidados, el nivel de actividad económica se reduce, las reservas bancarias se acumulan creando un exceso de éstas y los precios y la tasa de interés comienzan a descender niveles bajos.

Hawtrey argumenta que esta nueva abundancia de dinero barato eventualmente revivirá la fase ascendente, pero antes de esto prevalecerá un período en el cual predominará el pesimismo y existirá un estancamiento del crédito. Normalmente una fase ascendente se iniciará de nuevo en el momento en que las reservas bancarias se hagan excesivas.

La teoría de Hawtrey indica que los créditos otorgados por los bancos son utilizados por los comerciantes con el fin de incrementar sus gastos en capital de trabajo y su acervo de bienes, por lo tanto se le da una mayor importancia a la actividad comercial que a la inversión en capital fijo. Esto es precisamente lo que distingue las teorías monetarias puras de las teorías de sobre inversión. Ahora bien, es importante señalar que esta teoría purgante monetaria del ciclo económico tiene una serie de supuestos fundamentales como son:

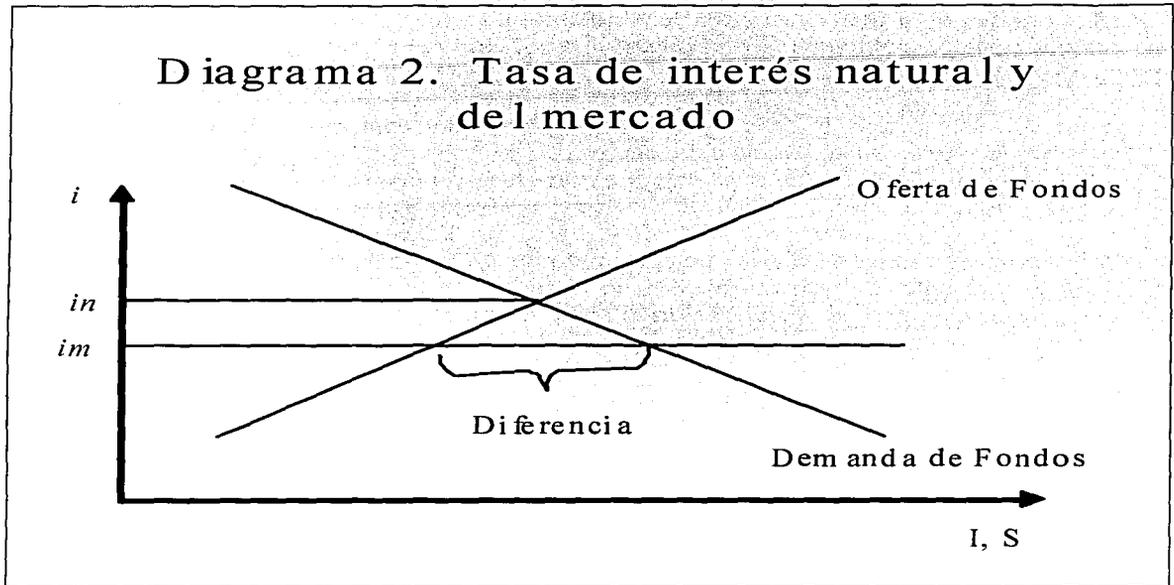
- a) La oferta de dinero es elástica, es decir, que ante un aumento en el nivel de producto que se traduzca en un aumento en la demanda de dinero, existirá la organización necesaria para suministrar en forma rápida la cantidad de dinero que se demanda.
- b) Que exista un sistema de banca central que sea capaz de provocar la expansión o contracción del crédito.
- c) Que la expansión o contracción del crédito correspondan y generen movimientos en el mismo sentido en las actividades industriales⁷⁹.
- d) Que el sistema bancario siga la expansión o contracción del crédito de acuerdo a las indicaciones del Banco Central.

Las teorías de sobre inversión, al igual que las teorías monetarias puras, asumen que el sistema bancario tiene efectos sobre la cantidad de dinero en una economía pero, en este caso, los créditos otorgados por el sistema bancario no son utilizados en inversión de capital de trabajo y bienes para comerciar. En las teorías de sobre inversión los créditos bancarios son utilizados con el fin de incrementar la inversión en activos fijos y con ello se crea en la fase ascendente del ciclo económico "*un desequilibrio estructural en la producción*"⁸⁰. La interpretación más sobresaliente en este tipo de teorías es la presentada por Hayek.

⁷⁹ Esto indica que debe de existir una relación estrecha entre el sistema bancario y la industria.

⁸⁰ Padilla Aragón, Enrique. *Ciclos económicos y política de estabilización*. Editorial Siglo XXI, México 1980.

La interpretación de Hayek parte del análisis presentado por Wicksell al inicio del Siglo XX en dónde el aumento en la inversión de bienes de capital se deriva de una divergencia entre la tasa natural de interés⁸¹ y la tasa de interés del mercado. Para una mejor explicación obsérvese la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia.

La tasa natural de interés (in) se establece ahí donde se igualan la demanda y oferta de fondos. Por lo general, desde la perspectiva ortodoxa, un aumento en la inversión de bienes de capital vendría dado por un aumento en la oferta de fondos (aumento de ahorro) que traería una disminución en la tasa natural de interés generando dicho aumento en la inversión. Sin embargo, el aumento en la inversión también puede generarse a partir de que los bancos establecen una tasa de interés (im) inferior a la tasa de interés natural. Dado que a una tasa de interés del mercado menor a la natural hay una mayor demanda que oferta de fondos, la diferencia establecida se ve cubierta por los bancos por medio de la creación de dinero bancario⁸².

Dicha tasa de interés baja provocará un aumento en la demanda de bienes de producción, en tanto que la demanda de bienes de consumo se mantiene estable. A partir de estos hechos la estructura productiva de la economía sufre un cambio, se hace más larga, es decir, dado que el financiamiento de los bienes de capital es más barato y su precio más alto por el aumento en su demanda, se incrementara la producción en dicho tipo de bienes y las fases en las que se

⁸¹ La tasa que iguala la oferta de fondos prestables con la demanda. Para mayores referencias ver la interpretación de la tasa de interés ortodoxa presentada en el primer capítulo de este trabajo de investigación.

⁸² Hayek denomina a este tipo de créditos como créditos suplementarios.

descompone la producción de los bienes finales aumentan gracias a que se incrementa la rentabilidad en la producción de bienes intermedios. Esto trae como consecuencia una estructura de producción más larga⁸³, más especializada e incluso más eficiente generando una etapa de expansión económica.

Es así como las instituciones bancarias, al otorgar una tasa de interés por debajo de la natural y cerrar la brecha entre oferta y demanda de ahorros por la creación de dinero bancario, provocan un período ascendente del ciclo económico⁸⁴.

Dicha fase ascendente continuará mientras la tasa de interés del mercado se mantenga por debajo de la tasa de interés natural. Sin embargo, esta situación no puede seguir constantemente por dos razones: a) La huida hacia delante; y b) La barrera monetaria.

La primera razón se refiere a que el proceso descrito se lleva a cabo mientras la producción de bienes de consumo se ve reducida ya que la inversión se ve desplazada hacia los bienes intermedios que dan una mayor margen de ganancia a los empresarios. Como consecuencia la oferta de bienes de consumo se reduce⁸⁵, y dado que la demanda se mantiene constante, los precios de los bienes de consumo se incrementan. Sin embargo, los precios de los bienes intermedios aumentan con mayor velocidad que los de los bienes de consumo debido a que la demanda en los primeros continúa aumentando y los bancos continúan otorgando créditos suplementarios. De esta forma la estructura de producción se hace exageradamente alargada, es decir, se da una *“gigantesca huida hacia adelante”*⁸⁶.

La segunda razón se refiere a que los bancos se verían en la obligación de detener el proceso de expansión de crédito y de la creación de circulante ya que tomarán en cuenta que las empresas han caído en un sobreendeudamiento aumentando el nivel de riesgo, o bien porque las autoridades deciden aplicar una política monetaria restrictiva con el fin de reducir la inflación. Cualquiera que sea el caso, el resultado es un aumento en las tasas de interés. Esto genera que la demanda de bienes intermedios se reduzca, mientras que la de bienes de consumo se mantiene. Es así como los bienes de consumo ahora mantienen mayores precios que los bienes intermedios y por lo tanto, la rentabilidad en la producción de los primeros es más atractiva.

Esto trae como consecuencia que los empresarios privilegiarán la producción de bienes de consumo abandonando las etapas intermedias. Es aquí donde la sobre inversión se ve reflejada. La estructura de la producción se ve recortada y toma forma de una crisis donde se observan quiebras de empresas, despidos y baja del nivel de actividad económica.

Es así como el crédito, o el descrédito, ahora provoca la fase descendente del ciclo económico al provocar el traslado de los recursos hacia la producción de bienes de consumo y destruyendo las fases intermedias lo que provoca la caída en la actividad económica.

⁸³ Es decir, se da un cambio vertical en la estructura de la producción en donde hay un mayor desarrollo de las fases productivas que están más alejadas del consumidor.

⁸⁴ En este caso el crédito es un condicionante del ciclo.

⁸⁵ Aunque la producción total se mantiene en aumento por el incremento en la producción de bienes intermedios, por lo que la fase de auge no se cancela con la baja en la oferta de bienes de consumo.

⁸⁶ Guillén Romo, Héctor. “La teoría de la sobre inversión de Hayek”, en *Revista Comercio Exterior* No. 600. México diciembre del 2000.

Es importante hacer notar que la perspectiva de Hayek es de corte ortodoxo y ofrece una interpretación del ciclo económico y el efecto del crédito en la creación del mismo que se basa en una "violación" al mercado, es decir, la creación de una imperfección en los mecanismos del mercado (que la tasa de interés se establezca por debajo de la natural) generará los problemas descritos. Hayek establece que si la reducción de la tasa de interés se da por mecanismos del mercado, es decir, por un aumento en la oferta de fondos (un aumento del ahorro) entonces el mecanismo descrito no tendrá lugar.

Ahora bien, los supuestos de esta teoría son:

- a) Se debe partir de un estado inicial de equilibrio en donde todo lo que se ahorre sea invertido y la asignación de los recursos sea eficiente.
- b) Que la tasa de interés sea la que determine el nivel de ahorro y consumo.
- c) Que el ingreso nacional no varía para que sea la tasa de interés la que influya en las decisiones de ahorrar e invertir.
- d) Que las decisiones de ahorrar e invertir repercutan de forma inmediata en los empresarios.
- e) Que exista el pleno empleo y uso alternativo de los factores productivos.
- f) Que exista elasticidad del crédito.

Otra interpretación teórica es la correspondiente a las teorías psicológicas. Estas interpretaciones se basan en que existen factores psicológicos que influyen en las expectativas que se forman los agentes económicos bajo un mundo con incertidumbre. Las teorías psicológicas introducen factores subjetivos, como el optimismo y el pesimismo, los cuales intensifican los determinantes de la prosperidad y la depresión en el ciclo económico y, a su vez, los cambios entre cada fase se determinan por un cambio de optimismo a pesimismo o viceversa.

Este tipo de teorías son de corte eminentemente keynesiano en donde el optimismo de los agentes económicos con respecto a las expectativas futuras de ganancias generan un aumento en la inversión y los bancos aumentan el monto de los préstamos, mientras tanto, cuando surge el pesimismo, y se espera que las ganancias reduzcan, el crédito se reduce generando los efectos descritos en la hipótesis de la inestabilidad financiera de H. P. Minsky. La forma en la que se presenta la inestabilidad en la literatura heterodoxa fue descrita en la sección pasada y para refrendar este análisis presentaremos con forma más detallada en la próxima sección la forma en la que se desata una crisis financiera al estilo Minsky, no sin antes recordar que en esta teoría no sólo incluye factores psicológicos, al contrario, los factores psicológicos son un punto importante dentro de la teoría, sin embargo los factores claves son los reales y los monetarios.

Si realizamos una pausa y leemos con atención cada una de las teorías que introducen la función del crédito en el ciclo económico presentadas podemos observar un detalle sumamente importante: el crédito se expande en el momento en que las ganancias provenientes del sector real se incrementan (o al menos se espera que se incrementen) y, al mismo tiempo, el crédito se detiene cuando las ganancias en el sector real se ven reducidas (o se espera que se reduzcan). Aunque existen factores exógenos, como un alza o baja en la tasa de interés por parte del Banco Central, el crédito en una economía está principalmente en función del comportamiento de las variables reales, especialmente de la tasa de ganancia y del nivel de ingreso. Si estas variables

son favorables las instituciones financieras estarán dispuestas a incrementar crédito debido a que existen expectativas de obtener de regreso los recursos otorgados y obtener ganancias, y al contrario, si la tasa de ganancia y el ingreso presentan una tendencia decreciente las instituciones financieras contraerán el crédito ya que no existe la seguridad (hay una mayor incertidumbre) de recuperar los préstamos y, por lo tanto, no hay expectativas de ganancias en el sector financiero.

Este mismo esquema no únicamente se aplica a las empresas, también se observa en el crédito al consumo privado, sólo que en este caso las expectativas se refieren al incremento o el decremento del ingreso personal, si éste se espera que aumente, se incrementa el crédito y al contrario.

Podemos resumir en los siguientes puntos el papel del crédito dentro del ciclo económico:

- Papel de crédito en la fase expansiva: El crédito responde a las crecientes expectativas de ganancias y de incrementos en el ingreso personal. La enorme expansión del crédito en la fase ascendente del ciclo, tanto a empresas como a consumidores, aumenta la tasa de crecimiento de una economía en comparación a un caso en el cual no exista el crédito. El aumento más acelerado del ritmo económico se da por dos lados: por el incremento en el nivel de oferta (crédito a empresas) y por el incremento del nivel de demanda (crédito al consumo). Al mismo la existencia del crédito genera mayores efectos multiplicadores de la inversión⁸⁷, impulsando la fase ascendente del ciclo económico. Este mecanismo se ve impulsado por las bajas tasas de interés existente en esta fase del ciclo, lo cual aumenta el crédito y la inversión.
- Papel del crédito en revertir la fase expansiva: Por lo general el deterioro de los factores reales lleva a la economía a sufrir una fase depresiva. Dicho deterioro causa a la vez un descenso en el crédito otorgado por las instituciones financieras. El crédito crece lentamente después de que la mayoría de los factores reales han causado un deterioro en las expectativas de ganancias, y cuando la recesión inicia el crédito declina en forma drástica. La reducción del crédito puede deberse también a efectos monetarios, como el alza en la tasa de interés, la cual incrementa conforme avanza la fase expansiva del ciclo y reduciendo aún más las expectativas de ganancias.
- Papel del crédito en la fase descendente: El crédito juega un papel sumamente importante en la fase descendente del ciclo ya que, al igual que en la fase expansiva, tiende a aumentar la intensidad de la fase, por lo que en la fase descendente el crédito contribuye a convertir una recesión en una depresión profunda. Esto sucede debido a que en la fase descendente del ciclo los ingresos de las empresas y familias se contrae y por lo tanto algunas de estas unidades económicas no pueden pagar sus préstamos a los bancos creando problemas de crisis bancarias. Obviamente la intensidad en la que el sistema financiero afecta en una recesión depende del grado de fragilidad financiera en la que se encuentra una economía. Las empresas son más frágiles mientras mayor sea la cantidad de pasivos contratados con relación al monto

⁸⁷ Esto es debido a que la inversión autónoma aumenta más de una vez, o al menos es mayor, con la existencia del crédito y por lo tanto el multiplicador keynesiano actúa más veces y / o en mayor intensidad

de capital que posean, especialmente si la mayoría de los préstamos contratados tiene vencimientos a corto plazo. La caída en la tasa de ganancias provoca que las empresas se vean en la imposibilidad de pagar los intereses y amortizar los préstamos creando quiebras de empresas y bancos que aumenta aún más el decrecimiento económico. En el caso de los créditos al consumo nos encontramos con una situación similar, la desaceleración económica trae consigo cierre de empresas y por lo tanto una cantidad de familias ven recortado abruptamente sus fuentes de ingresos debido a la creciente cantidad de despidos, con esto es imposible mantener los pagos de los préstamos, aumentando las posibilidades de crisis bancaria. Las bancarrotas empresariales y bancarias tienden a intensificar la recesión y convertirla en una depresión, por lo que el crédito juega un papel sumamente importante en las crisis económicas en general.

- Papel del crédito en revertir la fase depresiva: Durante una fase recesiva, o depresión en caso de que la recesión sea muy intensa, las tasas de interés tienden a caer lo que genera una reducción de los costos lo que, conjuntamente a otros factores reales, tiende a incrementar la tasa de ganancia, recuperando las expectativas optimistas y aumentando el nivel de inversión y los créditos, que como ya vimos, impulsan la fase ascendente. Al mismo tiempo, durante la depresión la fragilidad financiera de las unidades económicas también se ve disminuida lo que ayuda al incrementar el nivel de crédito y fomentar el crecimiento económico.

2.2.2 Las crisis financieras desde la perspectiva de varios autores.

Como todo en la ciencia económica las causas de las crisis financieras son fuente de debate. Diferentes autores han tratado de estudiar el origen de las crisis financieras y han otorgado diferentes interpretaciones.

A pesar de esto, la mayoría de los autores comparten la idea de que tanto factores reales como factores monetarios pueden causar crisis financieras, la diferencia entre cada interpretación radica en que a que tipo de variables les otorgan la mayor importancia, o si consideran que la crisis financieras son resultado de shocks externos o si se generan endógenamente, es decir, que el propio comportamiento económico derivará tarde o temprano en este tipo de crisis. Veamos la interpretación al respecto del tema de algunos de los economistas más importantes pero tomando en cuenta que los estudios sobre las crisis financieras más avanzados vienen después de la crisis de 1929 mientras que los planteamientos anteriores a esta fecha son muy sencillos, poco elaborados y se sustentan principalmente cambios en el sector real que influyen y provocan una crisis financiera.

2.2.2.1 Karl Marx

La interpretación de las crisis financieras en la teoría marxista está muy ligada a la teoría de las crisis industriales. Desde la perspectiva marxista, las crisis financieras no se pueden entender sin la existencia de las crisis industriales. Para Marx una crisis financiera se presenta cuando aparece una crisis en el sector real. Como mencionamos con anterioridad, el planteamiento marxista explora a fondo el comportamiento del sistema capitalista poniendo como eje al sector productivo y por lo tanto, desde la concepción de la teoría marxista, las crisis financieras

(dinerarias como las designa el propio Marx) son una “segunda forma” de expresión de una crisis de sobreproducción típica del capitalismo y dicha “segunda forma” no es posible si no aparecen problemas de sobreproducción en una economía.

Para entender las crisis financieras desde la perspectiva marxista es importante recordar que Marx reconoce que el dinero juega un importante papel como medio de pago, función diferente a la de medio de circulación. Como medio de pago el dinero es utilizado con el fin de que las empresas que se vean en la necesidad de comprar medios de producción y materias primas y no cuenten con los recursos necesarios en lugar de dar dinero como tal, pagan por medio de “contratos jurídicos” que representan un compromiso de pago en el futuro y dichos contratos son utilizados por los vendedores de medios de producción y materias primas como dinero para que a la vez ellos adquieran las mercancías que necesiten⁸⁸. Por lo tanto el dinero crediticio (los contratos jurídicos utilizados como medios de pago) es una herramienta sumamente importante dentro del capitalismo ya que sin la existencia de éste, y del crédito, no podría ser posible que la producción sea generada a gran escala, es decir, si no existe el crédito en una economía, ésta no podría llegar al pleno empleo de todos los factores productivos.

Sin embargo, el uso del crédito y del dinero crediticio compromete a las empresas a llevar a cabo una serie de pagos de intereses y de amortización del capital⁸⁹ y cuando llega el momento de una crisis en el sector real la capacidad de pago de las empresas se ve seriamente afectada. Según Marx, la crisis dineraria - financiera se caracteriza principalmente por el incumplimiento de los pagos de las deudas contratadas por las empresas y por el rompimiento de los mecanismos de compensación que logran que el dinero crediticio sea aceptado por el público en general como medio de pago.

La crisis en el sector real se expresa con una caída en la tasa de ganancia y como sabemos, una parte de la tasa de ganancia es utilizada para pagar la tasa de interés de los créditos contratados. Por lo tanto, la caída de la tasa de ganancia del sector productivo afecta la continuidad de los pagos de deuda de las empresas, especialmente porque mientras la tasa de ganancia cae a niveles bajos, la tasa de interés se mantiene constante debido a que ésta se establece con anterioridad suponiendo que la tasa de ganancia y de explotación laboral futuras mantendrán un mismo nivel.

Con la caída de la tasa de ganancia y la imposibilidad empresarial de pagar sus deudas el crédito cesa abruptamente y se da en toda la economía un incremento de demanda de dinero efectivo y todos aquellos que tengan en su poder dinero crediticio⁹⁰ tratan a toda costa de intercambiarlo por dinero, es decir, se incrementa la demanda de dinero en cuanto tal debido a que durante las crisis únicamente los pagos en efectivo son considerados como validos⁹¹ lo que hace que los mecanismos de compensación del dinero crediticio se rompan, las instituciones de compensación no transforman el dinero crediticio en efectivo, el precio de dichos contratos se reducen, no se

⁸⁸ Para mayores referencias ver el primer capítulo de este trabajo de investigación donde abordamos el análisis del dinero dentro de la concepción marxista.

⁸⁹ “El desarrollo del dinero como medio de pago requiere la acumulación de dinero para los vencimientos de las sumas adeudadas”, Marx, Karl. *El Capital* Tomo I. Vol. 1. Editorial Siglo XXI. México 1996

⁹⁰ Que no es dinero en cuanto tal, si no compromisos de pago de dinero en un futuro.

⁹¹ Como menciona Marx en el tomo primero de *El Capital*: “el dinero pasa, de manera súbita y no mediada, de la figura puramente ideal del dinero de cuenta a la del dinero contante y sonante. Las mercancías profanas ya no pueden sustituirlo” y “¡Sólo el dinero es mercancía! Es el clamor que ahora resuena en el mercado”

pueden transformar en dinero, o se transforman a un monto menor al original, y se desquebraja de esta manera al sistema económico en general y se deja a las empresas y tenedores de los contratos jurídicos de pago en graves problemas que desembocan en una fuerte crisis y reducción de la actividad económica.

Incluso esto puede llegar a ser mucho más grave. Según Marx, en los momentos de crisis la tasa de interés se coloca en un nivel por encima de la tasa de ganancia y todas las empresas piden prestado con el único fin de pagar sus deudas anteriores. Ante esta circunstancia en donde los capitalistas industriales tienen una seria urgencia por obtener dinero efectivo pueden dar pasos sumamente drásticos aceptando contratar nuevos préstamos a tasas de interés sumamente altas reduciendo los problemas de pago presentes pero comprometiendo seriamente los pagos en el futuro.

Es así como en el planteamiento marxista se expresa una crisis financiera, cuando a partir de una crisis en el sector real, que se expresa en una caída en la tasa de ganancia, las empresas se ven en la imposibilidad de pagar sus deudas y se da un incremento en la demanda de dinero efectivo que afecta la convertibilidad del dinero crediticio y colapsa el sistema de medios de pago en la economía, generando una crisis especial, propio de la esfera financiera, que afecta a las instituciones del sector productivo y mercantil, y, especialmente, a aquellas que se mueven dentro del negocio del capital dinerario como son la banca, la bolsa y las finanzas ya que son estas instituciones las que negocian con préstamos y con los contratos jurídicos que implican compromisos de pago a futuro.

2.2.2.2 Thorstein Veblen

Thorstein Veblen desarrolló su análisis de las crisis financieras en 1904 y se basa en los efectos de los movimientos en la tasa de ganancias sobre la extensión del crédito. El planteamiento de Veblen es muy sencillo, para Veblen la estimación de ganancias determina las decisiones empresariales y el grado en que dichas ganancias son realizadas puede afectar a la economía en su conjunto, al respecto menciona: "*Times are good or bad according as the proces of business yields an adequate or inadequate rate of profits*"⁹².

Con respecto al crédito Veblen distingue dos tipos: a) Pagos diferidos en la compra y venta de bienes⁹³; y b) Préstamos directos, bancarios, notas de deuda (bonos), acciones, etc. Y desde su punto de vista el crédito es utilizado con el fin de expandir el negocio y por lo tanto, el crédito se demanda con el fin de incrementar las ganancias.

El crédito es otorgado basándose en el valor de capitalización de los activos de la empresa que son usados como colateral (explícita o implícitamente). Dicho valor de capitalización depende de las ganancias esperadas futuras que generaran los activos de la empresa descontados a la tasa de

⁹² "*Los tiempos son buenos o malos según el proceso de negocios arroje una adecuada o inadecuada tasa de ganancias*". Citado en Wolfson, Martin. **Financial crisis: Understandig the poswar U.S. experiencie**. Editorial M. E. Sharpe, New York 1986.

⁹³ Lo que en la actualidad se conocería como el crédito proveedores.

interés del mercado⁹⁴. Cuando la economía se encuentra en un período de crecimiento tanto las ganancias actuales como las expectativas de ganancias se incrementan debido a que en los períodos de bonanza económica se da un diferencial positivo entre el precio de venta del producto y los gastos de producción del mismo gracias a que los costos laborales crecen con lentitud durante la prosperidad.

El aumento en las ganancias esperadas aumenta el valor de la empresa en el mercado de capitales, es decir, el grado de capitalización de las empresas aumenta y hace más atractivos sus títulos de deuda generando de esta manera mayores oportunidades de acceder a recursos externos. De esta forma el crédito, en sus diferentes formas, se expande rápidamente aumentando los niveles de inversión y el ritmo de crecimiento económico. Sin embargo, la continuación de la prosperidad eventualmente lleva a que los créditos tengan que ser liquidados. Tarde o temprano, los costos de producción necesariamente alcanzarán el mismo nivel que los ingresos generados por la venta del producto, la diferencia positiva entre ambos rubros se reduce y es así como la base en la que descansa la prosperidad empresarial deja de existir. De esta forma se observa que las ganancias realizadas son menores a las ganancias esperadas, el valor de capitalización de las empresas desciende, el crédito se frena y la liquidación de los préstamos y deudas contratadas toma lugar.

Veblen define una crisis financiera como un período en el cual se lleva a cabo la liquidación y cancelación de los créditos que se expande por toda la economía, existe un alta tasa de descuento, los precios caen, hay ventas forzadas de empresas, una disminución del valor de las mismas y una restricción del crédito provocada por las expectativas de baja rentabilidad y bajos niveles de capitalización de los activos de las empresas.

2.2.2.3 Irving Fisher

Irving Fisher fue el primer economista que planteó formalmente el esquema de la crisis financiera generada por problemas de sobre endeudamiento empresarial. Precisamente es a partir de este planteamiento que Minsky desarrolla la teoría de la deflación por deuda que veremos un poco más adelante con mayor detalle. Irving Fisher es uno de los pocos economistas ortodoxos que reconocen que la conexión entre el sistema financiero y las actividades productivas y comerciales juegan un papel sumamente importante dentro de todo sistema económico.

En el año de 1933 Fisher publicó una explicación acerca de los ciclos económicos basada en la teoría deuda-deflación. Esta explicación indica que los ciclos económicos se generan endógenamente y no son provocados por manipulaciones inadecuadas de la oferta de dinero por parte de las autoridades monetarias como lo afirman Hawtrey y Hayeck. Desde la perspectiva de Fisher en las fases expansivas y depresivas de una economía se observan una serie de fenómenos entre los que podemos destacar la sobre y sub producción, el sobre y subconsumo, el sobre y subgasto, el sobre y subahorro, sobre y subinversión, etc. Pero ninguno de los fenómenos antes mencionados son tan importantes como una situación de sobre endeudamiento que puede llevar a un proceso de deuda – deflación.

⁹⁴ El valor de las ganancias empresariales se descuenta a valor presente de la misma manera que se realiza con los flujos esperados provenientes de los títulos financieros como se mostró en el primer capítulo y por lo tanto el valor de capitalización es un concepto similar al de precio de demanda.

El proceso de deuda–deflación desempeña un papel central en el mecanismo de creación de los ciclos económicos. Este proceso se puede describir brevemente de la siguiente manera: cuando la economía se encuentra en una situación de sobreendeudamiento la primera reacción de los deudores es liquidar sus deudas y para ello venden sus activos (ya sean mercantiles o financieros) de manera precipitada con el fin de obtener dinero en efectivo. Esto provoca la caída de los precios de los activos y un aumento en el valor del dinero, dicha situación puede llevar a una serie de cambios en otras siete variables económicas que mediante una secuencia lógica de acciones y reacciones entre ellas explican el mecanismo que rigen los ciclos económicos. Las siete variables mencionadas son: la cantidad de dinero en circulación, la velocidad de circulación del dinero, la riqueza neta, las ganancias, las ventas, la confianza de los empresarios y, por último, la tasa de interés.

La serie de conexiones lógicas que describen y caracterizan un ciclo económico son las siguientes suponiendo que empezamos en un estado de sobre endeudamiento empresarial:

- ▶ La liquidación de la deuda conduce a la venta precipitada de activos y...
- ▶ A la contracción de la masa monetaria (*dinero en circulación*) en el momento en que los préstamos bancarios son liquidados. Al mismo tiempo se reduce la *velocidad del dinero*. La reducción en ambas variables conduce...
- ▶ A la caída en el nivel general de precios de la economía lo que implica un aumento en el valor del dinero. Esto genera...
- ▶ Una mayor caída en el valor neto (*riqueza neta*) de las empresas, generando quiebras y...
- ▶ Una caída en *las ganancias*, que por lo general se traduce en pérdidas, que provoca...
- ▶ La reducción de los niveles de producción, de intercambio y del empleo (que implica una reducción en el nivel de *ventas*), dicha situación conduce a...
- ▶ La pérdida de *confianza* y pesimismo que conduce al...
- ▶ Atesoramiento y por ende a una mayor reducción de la velocidad de circulación del dinero. La totalidad de los hechos descritos en los puntos anteriores generan...
- ▶ Grandes perturbaciones en *la tasa de interés* que se traducen en un aumento en la tasa de interés real.

De este modo, una profunda recesión se ve provocada cuando se combinan las perturbaciones generadas por el sobre endeudamiento y la deflación de precios, pero es el primero de estos dos elementos el que provoca el ambiente general que desencadena la crisis. Es sumamente claro que cuando las empresas caen en una situación de sobre endeudamiento el sistema económico se hace sumamente frágil y se crean las condiciones para la depresión. Es así como el sobre endeudamiento genera las condiciones, pero es la caída en los precios lo que provoca la serie de fluctuaciones que se desencadenan y que expresan la crisis. Es por ello que en la teoría de Fisher la caída de los precios es tan importante y al respecto, la teoría del ciclo de Fisher es una aplicación de su teoría cuantitativa del dinero.

La teoría cuantitativa del dinero se puede expresar de la siguiente forma:

$$M * V = P * Q$$

Donde:

M = Cantidad de dinero

V = Velocidad del dinero

P = Promedio ponderado de los precios

Q = Cantidad total de mercancías en la economía

Fisher introduce unos cambios y la deja como sigue:

$$M * V + M' * V' = P * T$$

Donde:

Se sustituye Q por T (cantidad de transacciones hechas en el curso de tiempo de un período dado).

Y se introduce a M' que es el total de los depósitos en contra los que se puede girar cheques⁹⁵, y V' que es la velocidad promedio de circulación de M' .

Como sabemos, en el corto plazo V , V' y T se consideran constantes, por lo tanto, el nivel general de precios, P , depende tanto de M como de M' en forma directa. Esto implica que la teoría cuantitativa de Fisher es una teoría del poder de compra del dinero, a mayor dinero en circulación, mayores son los precios y por lo tanto, menor es el poder de compra del dinero, es decir, el nivel general de precios guarda una relación inversa con el poder adquisitivo del dinero.

En el pensamiento económico ortodoxo los agentes económicos demandan dinero en función a la dotación inicial de éste, sus preferencias, el nivel de su ingreso real, su precio y el precio de otros bienes. La cantidad de dinero que se demanda en función del nivel de ingreso real representa la liquidez real que desea el agente económico. Esta liquidez real es el poder de compra del dinero.

Si se asume que existe pleno empleo (T es constante) y la inexistencia de sobre endeudamiento, una caída en la cantidad de dinero traería consigo una reducción del nivel de precios que rompe el equilibrio entre liquidez real y el ingreso real. Con la caída de la cantidad de dinero en circulación se genera la caída en el nivel general de precios provocando un aumento en la deuda de las empresas en términos reales. Esto implica que cuando los precios caen el dinero se hace más valioso (por la relación inversa existente entre estas dos variables), entonces, si el dinero tiene un valor mayor a antes, la deuda de las empresas en términos reales es más grande que anteriormente. Para restaurar el equilibrio entre ingreso y liquidez real es necesario que se incremente la oferta de dinero (para incrementar los precios, reducir el valor del dinero y el valor de las deudas empresariales). Para ello se pueden dar dos mecanismos, el desatesoramiento o la venta de activos. Dado que el sistema financiero se encuentra en una buena situación (no hay sobre endeudamiento), cualquiera de las dos opciones es factible, ambas reestablecerán el equilibrio sin ningún problema, incluso, si se opta por la venta de activos, la magnitud de la venta de estos no provoca una caída de sus precios tan grande que la deuda sobrepase el aumento en la cantidad de dinero lo que implica que el dinero mantiene su poder adquisitivo lo suficiente para pagar las deudas, es decir, la caída de los precios no incrementa con tanta magnitud el valor del dinero y, por lo tanto, no se incrementa demasiado el valor real de las deudas.

⁹⁵ Y por lo tanto implica una cantidad de dinero que circula en la economía.

En cambio, si se supone la existencia de sobre endeudamiento, al momento en que las empresas traten de liquidar sus deudas provocarán la reducción de la oferta monetaria debido a la venta precipitada de activos. Es así como la liquidez real perderá su nivel de equilibrio con el ingreso real y los precios tenderán a reducirse rápidamente. Pero en este caso, la existencia del sobre endeudamiento provoca que se de el mecanismo deuda-deflación y por ende, la caída en el nivel de precios, mecanismo que restablece el equilibrio, no logra igualar nuevamente la liquidez y el ingreso real y no se logra reducir el valor real de las deudas ya que la alta caída de los precios no lo permite. Por lo tanto, el valor de las empresas en el mercado continuará observando una tendencia a la baja, el ingreso real se contraerá y por ende se empeorará la crisis.

Es así como el mecanismo que logra restablecer el equilibrio, la caída de los precios, no logra su objetivo cuando existe sobre endeudamiento de las empresas y por lo tanto se agudiza la crisis.

El planteamiento de Fisher parte de la importancia del sobre endeudamiento de las empresas, sin embargo, en su trabajo no presenta una explicación del como y el por qué las empresas caen en dicha situación pero acepta claramente que el sobre endeudamiento nace en una fase expansiva del ciclo económico, donde el dinero es barato, se sobre estiman las expectativas de ganancia con relación a la tasa de interés y las ganancias corrientes y por lo tanto se toma dinero prestado en manera excesiva. También es importante señalar que para Fisher el sobre endeudamiento no puede ser medido por la magnitud absoluta de la cantidad de dinero que se adeuda, sino que esta magnitud se tiene que relacionar con otros elementos como la riqueza nacional, el ingreso y la cantidad de dinero en circulación. Al mismo tiempo se debe tomar en consideración que las deudas también mantienen una distribución a través del tiempo y que aquellas que se tienen que liquidar a un tiempo más próximo son más importantes, más preocupantes y más urgentes que aquellas que se liquidan un mayor plazo. Por lo tanto el tiempo de pago de las deudas es también un elemento sumamente importante.

2.2.2.4 H. P. Minsky

Minsky recupera el planteamiento de Fisher al respecto de la crisis financieras y el proceso deuda - deflación ofreciendo una teoría que explica el ciclo económico sobre la base de un desarrollo endógeno pero otorgando una explicación desde el punto de vista keynesiano. Se explicó en la sección anterior el planteamiento de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky y ahora presentaremos con mayor detalle y formalmente como es que un sistema financiero robusto llega a convertirse en un sistema frágil.

Como se mencionó en la explicación de las crisis financieras según Fisher, una de las limitaciones de su teoría es que no presenta como y porque un sistema económico puede llegar a un estado de sobre endeudamiento, éste es el principal avance de Minsky en relación con Fisher además de que presenta un proceso más sofisticado en el cual la interacción entre variables monetarias y reales es sumamente importante para comprender el proceso que conduce al sistema a una posición frágil en términos financieros y el proceso deuda-deflación es ligeramente distinto al presentado por Fisher.

Primero es importante recordar una serie de puntos.

1. El precio de oferta de los bienes de capital (P_o) se determina por medio de los costos de producción de dichos bienes y es afectado por el riesgo del prestamista incrementándolo.
2. El precio de demanda de los bienes de capital (P_d) se determina por medio de traer a valor presente las ganancias futuras esperadas y es afectado por el riesgo del prestatario reduciéndolo.
3. La inversión se determina ahí donde $P_o = P_d$.
4. El financiamiento de la inversión puede provenir de tres fuentes: a) efectivo y activos líquidos, b) el flujo de ganancias netas disponibles (fuente interna de fondos), y c) fondos externos como son los préstamos bancarios y de otras instituciones financieras, la emisión de bonos y de acciones. La existencia de los fondos externos en la inversión aumenta su monto pero también su nivel de riesgo.
5. Las unidades económicas se clasifican con relación a su capacidad de pago de sus compromisos de deuda. Así tenemos: Unidades cubiertas (*hedge*), especulativas y ponzi.
6. Un sistema financiero es robusto cuando dominan las unidades cubiertas y es frágil cuando dominan las especulativas y ponzi.
7. Con el paso del tiempo, el sistema financiero pasa de ser robusto a frágil.

Ahora presentamos formalmente el planteamiento de Minsky siguiendo la exposición de Ruddy Santana⁹⁶ estableciendo lo siguiente:

CCi = compromisos de pago de efectivo dada la contratación de deuda de las unidades económicas.

Qi = cuasirrentas⁹⁷ esperadas de las unidades económicas.

σ_{Qi}^2 = varianza de las cuasirrentas⁹⁸.

β = Margen de seguridad del flujo de efectivo.

μ = Margen de seguridad de los valores de capital.

δ = Margen de seguridad del activo líquido de emergencia.

i representa el período y va de 1 hasta n .

Es así como se considera que una unidad económica es cubierta cuando:

$$CCi < Qi - \alpha \sigma_{Qi}^2, \dots (1)$$

⁹⁶ Santana, Ruddy, "La teoría deuda-deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: una comparación" en *Investigación Económica* 215, enero – marzo de 1996.

⁹⁷ Minsky utiliza el concepto de cuasirrentas en lugar de los flujos de efectivo.

⁹⁸ Dado que las cuasirrentas son esperadas se establece este elemento probabilístico para determinar que éstas pueden variar en torno a su valor esperado Qi

Donde un α pequeña indica que la varianza de las cuasirrentas es pequeña lo que quiere decir que la probabilidad de que $Q_i < CC_i$ es muy pequeña. Podemos re escribir la ecuación (1) como sigue:

$$CC_i = \beta(Q_i - \alpha\sigma_{Q_i}^2) \dots\dots (2)$$

Esto nos indica que los compromisos de pago representan una proporción β de las cuasirrentas y mientras menor sea β mayor margen de seguridad tiene la unidad económica. También podemos establecer que:

$$Pd = K(Q_i - \sigma_{Q_i}^2) \dots\dots (3)$$

Donde K es el factor de actualización igual a $\frac{1}{\sqrt{(1 + ti)}}$ en donde i es el período y ti es la tasa de interés.

Y siempre que (1) se cumpla Pd será mayor a $K(CC_i)$, definiendo lo siguiente:

$$Pd = \mu K(CC_i) \dots\dots \mu > 1 \dots\dots (4)$$

Donde a mayor μ más grande es el grado de seguridad del valor del capital el cual indica el número de veces que el capital de una empresa en el mercado financiero vale más que las deudas de la empresa.

Por lo tanto, una unidad cubierta será aquella cuyos márgenes de seguridad son buenos⁹⁹ en todos los períodos. Sin embargo, eventos inesperados pueden generar una caída de los flujos de efectivo y, por lo tanto, se hace necesario que las unidades económicas mantengan cierta cantidad de efectivo o de activos financieros de alta liquidez para ser utilizados en dado caso que sea necesario.

Es así como establecemos que una unidad segura se caracteriza por cumplir con:

$$PdK + \delta K(CC) = K(CC) + Eq, \dots\dots 0 < \delta < \frac{1}{\mu} \dots\dots (5)$$

Donde:

PdK = Efectivo con que cuenta la unidad económica.

$\delta K(CC_i)$ = Efectivo o activos líquidos de reserva de emergencia.

Eq = acciones

Y δ puede tomar valores entre cero y uno o mayores a uno.

⁹⁹ Un β menor a 1 y un μ mayor a 1.

Por lo tanto, además de un $\beta < 1$ y un $\mu > 1$, una unidad segura mantiene un $\delta > 1$ ya que sus márgenes de seguridad son buenos.

Mientras tanto, una unidad económica especulativa se caracteriza en que para algunos períodos, por lo general los más cercanos, el nivel de CCi es mayor a los Qi . Por lo tanto, este tipo de unidades económicas necesitan llevar a cabo un re financiamiento con el fin de cumplir sus compromisos. Es importante tomar en cuenta que este refinanciamiento dependerá de las condiciones en que se encuentren los mercados financieros de la economía, especialmente de la tasa de interés utilizada en el factor de actualización K , ya que a mayores tasa de interés, los márgenes de seguridad de la unidad especulativa se deterioran por que las cuasirrentas actualizadas se reducen¹⁰⁰. Por lo tanto una unidad especulativa se caracteriza por cumplir con las siguientes relaciones.

$$CCi > Qi + \alpha\sigma_{Qi}^2 \quad \text{para } i < t$$

$$CCi \leq Qi - \alpha\sigma_{Qi}^2 \quad \text{para } i \geq t$$

Por lo que:

$$CCi = \beta(Qi + \alpha\sigma_{Qi}^2); \beta > 1 \quad \text{para cierto } i < t$$

$$CCi = \beta(Qi - \alpha\sigma_{Qi}^2); \beta \leq 1 \quad \text{para cierto } i \geq t$$

Que indica que a ciertos períodos (i) menores a t la unidad económica necesita re financiamiento y que a mayores niveles de β mayor es la exposición al riesgo de dicha unidad económica. Mientras tanto la relación

$$Pd > K(CC)$$

$$Pd = \mu K(Cc); \mu > 1$$

Se cumple para ciertas tasas de interés y no se cumplirá para otras. Por lo tanto, para que una unidad especulativa pueda mantener el refinanciamiento de su deuda debe de existir un límite superior de la tasa de interés. Es así como la situación de las unidades especulativas se describe como sigue:

$$Pd + \delta \sum_{i=0}^n (CCi) = K(CC) + Eq; \delta < 1$$

Donde δ es menor a uno lo que indica que estas unidades no cuentan con suficientes reservas de emergencia en efectivo y/o activos líquidos. Por lo tanto, estas unidades se caracterizan por tener

¹⁰⁰ Como menciona el mismo Minsky "Por su propia naturaleza el financiamiento especulativo descansa sobre la presunción de que las tasas de interés no se moverán fuera de cierto rango aceptable", citado en Santana, Ruddy "La teoría deuda - deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: una comparación" en *Investigación Económica* 215, enero - marzo de 1996.

β mayores a uno en los períodos menores a t y menores a uno para períodos mayores a t , μ mayores o menores a uno dependiendo del valor de la tasa de interés y un δ menor a uno.

En el caso de las unidades ponzi el refinanciamiento de su deuda conduce a un incremento neto de la misma, caso que no necesariamente sucede para las unidades especulativas. Las unidades especulativas pueden observar un incremento de su riqueza neta y su liquidez aún con el refinanciamiento porque el incremento de sus pagos de deuda con respecto al tiempo pueden reducirse¹⁰¹. Esto no sucede con las unidades ponzi ya que éstas mantienen una relación

$$CCi > Qi + \alpha\delta^2_{Qi} \quad \text{para todo } i$$

La cual se cumple para todos los períodos, por lo que con el paso del tiempo $K(CC_i)$ se volverá tan grande que llegará a ser mayor al precio de demanda.

Cada una de las posiciones de financiamiento cuenta con tres márgenes de seguridad los cuales están en función de la tasa de interés en una relación inversa. Si incrementa la tasa de interés los valores de β , μ y δ se reducen. Por lo tanto, para toda situación en la cual se tenga una fuente de ingresos y compromisos de pago existe un límite superior a la tasa de interés con el fin de preservar los márgenes de seguridad en niveles aceptables que permitan el buen funcionamiento del sistema económico. Si la tasa de interés aumenta con el paso del tiempo y del ciclo económico y aumenta el endeudamiento de las unidades económicas o se da una caída de la tasa de ganancia y un aumento de los costos en salarios y materias primas (que reducen las cuasirretas y la tasa de ganancia), los márgenes de seguridad pueden incluso llegar a desaparecer.

Por lo tanto, se puede decir que cuando los márgenes de seguridad del conjunto de las unidades económicas desaparecen o se reducen drásticamente se ha avanzado a una situación de fragilidad financiera y dominan en la economía las unidades ponzi y las unidades especulativas. Pero aquí la pregunta clave es ¿Cómo es que en un proceso endógeno podemos llegar a esta situación?

Se inicia esta explicación suponiendo que la economía sale de una crisis y tiene un sistema financiero robusto en donde la tasa de interés de corto plazo es más baja que la de largo plazo. Estas condiciones incitan a la búsqueda de ganancias especulativas¹⁰² y a buscar financiamiento de corto plazo. Además de que se da un cambio en las expectativas y éstas se vuelven positivas, es decir, las cuasirrentas esperadas son mayores que las cuasirrentas corrientes y la varianza de éstas tiende a cero. Esto genera que las unidades económicas asuman una mayor confianza y, por lo tanto, asumen un mayor nivel de riesgo y da inicio un boom de inversión.

Con el paso del tiempo las deudas de corto plazo aumentan más que los flujos de efectivo y las estructuras de financiamiento se vuelven especulativas ya que una parte de las deudas contratadas se pueden pagar únicamente con nueva deuda.

¹⁰¹ Es decir: $\frac{dK(CC)}{dt} < 0$

¹⁰² Debido a que al comprar un activo financiero a una tasa dada el día de hoy a cierto precio, con el paso del tiempo, cuando la tasa de interés baje, aumentará el precio del activo financiero, generando ganancias especulativas.

La continuidad del ciclo económico va generando incrementos en la tasa de interés y en los costos de inversión (salarios y materias primas) lo que aumenta el precio de oferta de la tasa de interés y disminuye el precio de demanda además de que de que se debilitan los márgenes de seguridad conduciendo a la economía a una situación frágil.

Ahora, ¿Cómo es que estalla la crisis financiera? El primer elemento que genera la crisis obviamente es la condición de fragilidad del sistema financiero. Segundo, conforme avanza el financiamiento especulativo la demanda de financiamiento se hace in elástica con respecto a la tasa de interés (no responde a los cambios de ésta) debido a que únicamente obteniendo nuevos préstamos es posible pagar los anteriores y a que la deuda de corto plazo sólo puede ser pagada en el momento en que la inversión rinda frutos. Esta in elasticidad genera un aumento rápido y fuerte de la tasa de interés que traerá consigo la reducción del precio de demanda.

Si este aumento en la tasa de interés es muy fuerte y, por ende, el *Pd* cae drásticamente, este último puede llegar a ser menor al precio de oferta de los bienes de capital deteniendo el boom de inversión la cual se verá reducida, generando la caída de las ganancias¹⁰³ reforzando la recesión económica. El punto de inflexión del boom de inversión puede conducir a una crisis financiera y a una profunda depresión si estalla un proceso deuda – deflación en el cual las altas tasas de interés al momento de aumentar no aparecen como parte del costo del financiamiento sino como restricciones a la adquisición de otros préstamos o baja en el precio de venta de activos (deflación) que provoca que las unidades económicas no puedan re financiarse y la venta de activos a un menor precio al de adquisición no traiga consigo los suficientes recursos para pagar los compromisos de deuda contratados, provocando su incumplimiento, quiebras empresariales, bancarias y crisis económica.

La perspectiva de Minsky sobre las crisis financieras incluye la apreciación de que una crisis de este tipo tiene dos componentes, un componente sistémico y un componente idiosincrásico. El componente sistémico se refiere precisamente al proceso evolutivo que lleva a una estructura financiera a un estado de alta fragilidad en donde dominan las empresas especulativas y ponzi. Mientras tanto el elemento idiosincrásico de una crisis financiera se refiere a que en cada período de incremento de la fragilidad financiera de una economía existen elementos únicos y específicos que pueden transformar una desaceleración del ritmo de crecimiento económico en una recesión o transformar una recesión en una depresión profunda. Minsky menciona que no todos los períodos en los que se llega a una posición financiera frágil y a una crisis financiera se puede desencadenar una depresión profunda, esto dependerá de los elementos idiosincrásicos que se presenten en el proceso sistemático y en la misma crisis¹⁰⁴.

2.2.2.5 Charles P. Kindleberger: Las Manías, los Pánicos y los Cracks.

Uno de los autores más importantes en el estudio de las crisis financieras después de H. P. Minsky sin duda alguna es Charles Kindleberger. Este importante autor desarrolló un estudio

¹⁰³ Recordando que estas se determinan en el modelo de Minsky siguiendo la ecuación Kaleki – Levy.

¹⁰⁴ Por ejemplo, Minsky menciona que la depresión de finales de la década de los ochenta y principios de los noventa en los Estados Unidos de Norteamérica tiene también cierta explicación en los elementos idiosincrásicos de la crisis, entre los que menciona la crisis en la estructura bancaria, el legado de la depresión de 1980 y el surgimiento del *money manager capitalism*. Para mayores referencias ver Minsky, H. P. **Financial Crisis: Systemic or Idiosyncratic** Jerome Levy Institute. Working Paper No. 51. Abril de 1991.

alrededor de la interpretación de Minsky pero centró su atención en el estudio de las crisis financieras internacionales. En su más famoso libro "*Manías, Pánicos y Cracks*", antes de entrar a desarrollar los elementos y mecanismos de creación de las crisis financieras internacionales, presenta lo que el llamó la "*Anatomía de una crisis típica*"¹⁰⁵ donde nos podemos encontrar su interpretación de la forma en la que se gesta una crisis financiera basándose en la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky pero incorporando una serie de elementos que hacen de la interpretación de Kindleberger un enfoque distinto que lo hace digno de considerarlo en forma independiente al planteamiento tradicional de Minsky.

Este enfoque distinto al que se hace mención es la introducción de los efectos psicológicos y la irracionalidad de los agentes a la forma en la que se gesta y estalla una crisis financiera. Estos efectos y la irracionalidad es lo que desencadena las manías y los pánicos que eventualmente generarán el crack financiero.

Seguendo a Minsky, Kindleberger indica que un periodo de auge macroeconómico inicia con la existencia de algún "desplazamiento" (shock macroeconómico externo) que sacude al sistema alterando el panorama económico e incrementando las expectativas de ganancia en "*al menos, un sector importante de la economía*"¹⁰⁶. Esto genera que tanto familias como empresas deseen aprovecharse de la situación con el fin de obtener beneficios económicos. Cuando los niveles de inversión se incrementan con el fin de obtener ganancias y se impulsa los niveles de producción hacia arriba entonces se ha iniciado un periodo de auge económico que es impulsado por la expansión del crédito bancario.

A partir de aquí es donde empiezan a trascender las propias ideas de Kindleberger y no porque aporte elementos nuevos al análisis sino porque se centra un punto sumamente interesante y que en la realidad explica muchas de las crisis financieras que se han presentado en la historia: la especulación. Ésta la define simplemente como "*la compra para la reventa más que para el uso en el caso de las mercancías, o para la reventa más que para la renta si se trata de activos financieros*"¹⁰⁷. Según Kindleberger durante un período de auge suele suceder que el deseo de especular hace presa de los agentes económicos generando un incremento en la demanda de activos (ya sean mercancías o activos financieros) e incrementando su precio. Dicha situación desarrolla una retroalimentación positiva de la siguiente forma.

Δ Demanda con el fin de especular ⇒ Δ de precios de el o los objetos de la especulación ⇒ Δ de ingresos de especuladores ⇒ Δ de demanda con el fin de especular ⇒ Δ de precios de el o los objetos de la especulación.....

Obviamente dicha situación es impulsada por el apalancamiento de los agentes, es decir, piden dinero prestado a los bancos con el fin de llevar a cabo la especulación lo que a primera vista parece no representar ningún problema debido a que se observa un continuo incremento en el

¹⁰⁵ Capítulo segundo de *Manías, pánicos y cracks: historia de las crisis financieras* Editorial Ariel Económica. España 1991.

¹⁰⁶ Kindleberger, Charles. *Manías, Pánicos y cracs: Historia de las crisis financieras*. Editorial Ariel Económica. España 1991.

¹⁰⁷ Kindleberger, Charles. *Manías, Pánicos y Cracs: Historia de las crisis financieras*. Editorial Ariel Económica. España 1991.

precio de los activos y por ende ganancias “seguras” para pagar la deuda contratada, por lo tanto, los bancos aumentan la cantidad de dinero en la economía creando dinero bancario, como menciona el propio Kindleberger “... el dinero, definido como el medio de pago actualmente en uso, se ha expandido continuamente y el dinero existente se ha utilizado de manera aún más eficaz en periodos de auge para financiar la expansión, incluyendo la especulación.”¹⁰⁸, es por ello que Kindleberger indica que la expansión monetaria alimenta el auge y, aun más, alimenta la especulación.

Ahora bien, a medida en que otros agentes económicos observan que los especuladores obtienen grandes beneficios “...tienden a hacer lo propio: las ovejas siguen al rebaño.”¹⁰⁹, es así como la especulación se transforma en una *manía*¹¹⁰ en donde **todos** desean obtener ganancias por esta vía aún sin comprender de manera cabal los sucesos en los que se ven inmersos¹¹¹.

Sin embargo, a medida en que el auge avanza algunos inversionistas decidirán tomar sus ganancias y retirarse del mercado (generalmente los especuladores habituales o profesionales que en la parte más alta del ciclo empiezan a ser los menos). Esto provoca que los precios empiecen a estabilizarse y se da un período de “depresión financiera” en donde los agentes que aún continúan en el mercado hacen conciencia de que en algún momento se puede presentar un fuerte impulso de demanda de dinero con una obvia oferta de activos que se traducirá en una baja en sus precios y que puede traer como consecuencia la incapacidad de pago de aquellos especuladores que hayan tomado préstamos para especular. El hecho es que la caída de los precios de los activos y la depresión financiera puede deberse a diferentes circunstancias pero lo que se observa en general es una pérdida de confianza por parte de los agentes. Si la depresión es lo suficientemente fuerte los especuladores se darán cuenta de que el mercado ya no podrá subir más y que ha llegado el momento de retirarse.

El verdadero problema radica en que aunque la retirada del mercado (la liquidación de los activos, también llamada revulsión) puede desarrollarse de forma ordenada con frecuencia esto no es así, especialmente si anteriormente se presentó una manía que sobre calentara el mercado, por lo que ahora los agentes se ven contagiados del *pánico*¹¹², es decir, los agentes saben que en la economía sólo existe una determinada cantidad de dinero y que no es la suficiente para que se

¹⁰⁸ Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracs: Historia de las crisis financieras**. Editorial Ariel Económica. España 1991. Al hacer mención de que el dinero se ha utilizado de manera más eficiente se refiere precisamente a que la expansión monetaria los bancos y los propios agentes económicos crean nuevas formas de pago, llevando a cabo la innovación financiera de la que también hace mención Minsky.

¹⁰⁹ Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracs: Historia de las crisis financieras**. Editorial Ariel Económica. España 1991

¹¹⁰ Kindleberger hace referencia a la palabra *manía* con el fin de describir un proceso en el cual el comportamiento de los agentes se torna irracional, próximo a la histeria o a la locura de las masas, de ahí la importancia que de da a los factores psicológicos y al papel de la irracionalidad de los individuos que participan en el mercado.

¹¹¹ A estos agentes que no comprenden en su totalidad la situación en la que se encuentran Kindleberger los define como “especuladores advenedizos”, especuladores no habituales y aficionados que son víctimas de la euforia de la ganancia rápida.

¹¹² Es decir, “*un repentino miedo sin causa*” que lleva a los agentes a deshacerse de los activos menos líquidos a aquellos de mayor liquidez, en especial el dinero, el problema radica en que, como menciona Kindleberger, “*a la altura del pánico el dinero no está disponible*”.

puedan vender todos los activos al precio más alto, por lo tanto, ahora **todos** los agentes quieren vender aún aceptando pérdidas¹¹³.

El pánico se retro alimenta de la misma manera que la manía pero en sentido contrario generando la caída drástica de los precios de los activos:

Δ Oferta de activos $\Rightarrow \nabla$ de precios de el o los objetos de la especulación \Rightarrow
 ∇ de ingresos de especuladores $\Rightarrow \Delta$ Oferta de activos $\Rightarrow \nabla$ de precios de el o los objetos de la especulación.....

Es decir, se da paso al **crack**, es decir, el colapso de los precios de los activos, y a la crisis financiera que se agrava cuando las instituciones financieras que cedieron préstamos a los especuladores no pueden recuperar los recursos otorgados. En este punto lo que se observa es nuevamente una retroalimentación en donde la falta de pago a las instituciones financieras provoca sus quiebras, un retiro masivo de dinero de los bancos, los cuáles tienen que vender sus activos y garantías, lo que reduce aun más el precio de los activos, los bancos exigen el reembolso de otros préstamos, los de las empresas seguras, las cuales también se ven obligadas a vender sus títulos e incluso también pueden llegar a quebrar, como menciona Kindleberger "*Los precios, la solvencia, la liquidez y la demanda de efectivo ... están interrelacionados. No sólo las instituciones bancarias, como afirma Sprague, sino las familias, las compañías y los bancos son <muy parecidos a una fila de ladrillos en la que la caída de uno pone en peligro la estabilidad de los demás>*"¹¹⁴

Kindleberger es enfático al mencionar que no todos los auges desembocan en una manía especulativa en el consecuente pánico y crisis financiera pero que a lo largo de la historia "*el patrón se da con la suficiente frecuencia y uniformidad como para merecer un estudio renovado*"¹¹⁵.

Otro punto a destacar es que aunque Kindleberger indica que existen muchos y variados objetos con los que se lleva a cabo la manía especulativa¹¹⁶, los lugares donde se lleva a cabo en mayor medida estos procesos son en los mercados de divisas y en los mercados bursátiles (y a últimas fechas en los títulos de deuda gubernamentales negociados en mercados internacionales) por lo que utilizaremos este análisis más adelante tanto para la explicación de las crisis financieras bursátiles como internacionales.

2.2.2.6 Milton Friedman.

A diferencia de la mayoría de los autores aquí presentados, Milton Friedman pertenece a la escuela de pensamiento ortodoxo y su interpretación de las crisis financieras no está basada en la

¹¹³ Las que se concentran en los especuladores advenedizos, mientras que las ganancias se concentran en los especuladores habituales y más expertos en el mercado.

¹¹⁴ Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracs: Historia de las crisis financieras**. Editorial Ariel Económica. España 1991.

¹¹⁵ Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracs: Historia de las crisis financieras**. Editorial Ariel Económica. España 1991.

¹¹⁶ Como títulos de deuda, productos importados, bonos extranjeros, terrenos, tierras de cultivos, etc.

utilización de la oferta y demanda de crédito como variables claves. Como buen monetarista¹¹⁷ su interpretación se funda en utilizar como la variable central la oferta de dinero.

Se incorpora a este trabajo de investigación la perspectiva de Milton Friedman con el fin de investigar como la perspectiva monetarista explica las crisis financieras. A pesar de que Friedman no elaboró una explicación teórica sobre el tópico a estudiar si explora ciertos elementos que nos pueden ayudar a descifrar su interpretación en varios de sus estudios.

El primer acercamiento de Friedman acerca de las crisis financieras es su explicación de los orígenes e importancia de las crisis bancarias. Desde su perspectiva este tipo de crisis son sumamente importantes por que generan una drástica reducción de la oferta monetaria la cual, desde su interpretación, juega un papel sumamente importante en el comportamiento del sistema económico ya que la estabilidad de esta variable es fundamental para la estabilidad de la actividad económica, el ingreso monetario y los precios, por lo tanto "*The bank failures were important not primarily in their own right, but because of thier indirect effect*"¹¹⁸.

En realidad la explicación de Friedman acerca de como es que se genera una crisis bancaria no es muy clara y en general considera que se debe a un deterioro en la calidad de los préstamos bancarios y en las inversiones así como por una contracción en la oferta monetaria que genera una reducción en la actividad económica¹¹⁹. Por lo tanto, una reducción en la oferta de dinero crea crisis bancarias lo que a su vez vuelve a reducir la masa de dinero en circulación para volver a crear nuevas bancarrotas de los bancos comerciales.

La reducción de la oferta monetaria en una economía genera crisis bancarias, según Friedman, debido a que al mantenerse constante la demanda de dinero el público ahorrador buscará convertir sus depósitos en efectivo, lo que reduce las reservas bancarias. Esto provocará que los bancos, en busca de mantener sus reservas a cierto nivel, lancen sus activos al mercado, lo que aumenta la oferta de los mismos y reduce su precio y, por lo tanto, su valor, tanto de aquellos activos que han decidido negociar en el mercado como de aquellos que mantienen en su posesión. Esta reducción del valor de los activos bancarios es la principal causa del deterioro o suspensión de los préstamos bancarios que reducen el nivel de la oferta monetaria así como del deterioro en la solvencia bancaria y la bancarrota de estas instituciones financieras. Obviamente esta situación puede verse agravada en dado caso que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria restrictiva y no le otorgue a los bancos las reservas adicionales que necesitan. Si el Banco Central incrementa la oferta monetaria lo suficiente la contracción económica puede no ser tan severa y se podrían prevenir las crisis bancarias¹²⁰.

¹¹⁷ Recordemos que esta corriente del pensamiento económico considera que la oferta monetaria es la variable clave dentro de un sistema económico ya que tiene efectos sobre los precios y el ingreso, además de ser exógena y determinada por el Banco Central, por lo tanto los cambios exógenos en esta variable generan trastornos temporales en una economía que la pueden sacar de su equilibrio.

¹¹⁸ "*Las quiebras bancarias fueron importantes no principalmente por ellas mismas, sino por sus efectos indirectos*" citado en Wolfson, Wolfson, Martin. **Financial crisis: Understandig the poswar U.S. experiencie.** Editorial M. E. Sharpe, New York 1986.

¹¹⁹ Para Friedman, al igual que algunos monetaristas, la oferta monetaria también tiene efectos sobre el ingreso real en dado caso que la economía no se encuentre en el pleno empleo.

¹²⁰ Otra opción para esto, según Friedman, es evitar que los bancos conviertan todos los depósitos en efectivo.

La explicación anterior por parte de Friedman para las crisis financieras (bancarias) la dio con el fin de presentar argumentos para comprender los hechos sucedidos en Estados Unidos durante las primeras tres décadas del Siglo XX, en especial las crisis bancarias que se observaron de 1930 a 1933. Sin embargo a partir de que los Bancos Centrales¹²¹ instalaron los seguros de depósito la posibilidad de una crisis bancaria se reduce pero desde la perspectiva de Friedman todavía es latente y puede ser generada en el momento en que las autoridades monetarias decidan implantar una política monetaria severamente restrictiva. Por lo tanto, las crisis bancarias sólo serían posibles en dado caso que el Banco Central actúe de forma errática en el control de la oferta monetaria.

Como puede observarse la interpretación de Friedman es diferente al del resto de los autores que se han presentado, especialmente por que no es la caída de las ganancias y la pérdida de confianza de los agentes económicos sobre el futuro de la economía lo que lleva al proceso de descrédito, la venta de los activos de los bancos y las consecuentes quiebras bancarias. Por lo tanto, para Friedman, una crisis bancaria es aquella situación en la que los bancos se ven obligados a vender sus activos con el fin de obtener sus reservas necesarias las cuales fueron drenadas por la conversión de depósitos a efectivo y la reducción de la oferta monetaria. La venta de los activos de los bancos trae como consecuencia la reducción de sus precios, el alza en la tasa de interés, reducción en la solvencia bancaria y la pérdida de confianza.

A simple vista esta interpretación puede parecerse a la ofrecida por Minsky, sin embargo es importante tomar en cuenta que estos autores difieren del motivo por el cual se da la venta forzada de activos. En Minsky esto se debe a un proceso endógeno que se va gestando durante el ciclo económico y que llega hasta la fragilidad financiera, en cambio, en Friedman, la venta forzada de activos se debe a una drástica caída en la oferta de dinero y por lo tanto las crisis financieras pueden aparecer en cualquier parte del ciclo económico cuando se presente dicha reducción del circulante en la economía.

2.2.3 Tipos de crisis financieras

A pesar de la complejidad que enmarca el encontrar diferentes tipos de crisis financieras es un hecho que las crisis de todos los tipos tienen orígenes comunes, entre los que tenemos la aparición de crecientes desequilibrios macroeconómicos, desajustes en los precios de los activos y/o del tipo de cambio, o una pérdida de confianza en las instituciones financieras, pero obviamente, como se ha sostenido en este trabajo, la crisis financiera no estallaría, o al menos no tendría efectos graves, si el sistema financiero se encuentra en un estado robusto. Como ya se ha visto, el sistema financiero capitalista es inherentemente inestable y, tarde o temprano, se llega a un estado de fragilidad, la manera en lo que esto sucede ya se vio en secciones anteriores, por lo que el objetivo de ésta sección es la de ver con mayor detalle como se expresan las crisis financieras en sus diferentes formas aunque es importante mencionar que el estudio de las crisis en general está relativamente poco desarrollado debido a que estos fenómenos económicos son difíciles de modelar en una manera más formal además de que en la aparición de una crisis financiera, en cualquiera de sus expresiones, los factores que las determinan se retro alimentan unos a otros y una crisis financiera en alguna de sus expresiones puede ser a la vez un detonante para la aparición de otro tipo de crisis financiera, un ejemplo claro de esto es la aparición de una

¹²¹ En específico la Reserva Federal de los Estados Unidos.

crisis cambiaría la cual puede generar posteriormente una crisis bancaria, esta característica de las crisis es lo que las hace aún más difíciles de modelar.

Aunque existen diversos autores, entre ellos Minsky y Kindleberger, que opinan que no importa el tipo de crisis financiera que se presente - cambiaría, bancaria, bursátil o internacional - se puede llevar a cabo un modelo general que explique a todas ellas y consideran que es un error tratar de subdividir las crisis financieras en sub casos particulares. Sin embargo, en el presente trabajo de investigación se tratará de obtener al menos una tipología rudimentaria que nos ayude a distinguir un tipo de crisis a otro, especialmente porque el papel que juega una crisis dentro del sistema económico depende del mercado en el que estalle y, aún más importante, porque los efectos que se observen en la economía real dependerán del tipo de crisis.

El sistema financiero de una economía es sumamente complejo debido a que existen diferentes vías por las cuales un agente económico puede obtener financiamiento externo y, por lo tanto, diferentes formas de expresión de una crisis financiera. La fuente más tradicional de financiamiento es la que se refiere a los créditos bancarios y, debido a ello, no es sorprendente encontrar que la forma clásica en la que se expresa una crisis financieras es por medio de **crisis bancaria**¹²², pero ésta no es el único tipo de crisis financiera. Un agente económico que demande recursos para financiar sus gastos puede obtenerlos también por medio de la emisión de títulos financieros, ya sea en el mercado de dinero o en el mercado de capitales, en este caso lo que podemos encontrar es una crisis financiera que se expresa precisamente en el mercado de valores, nos referimos a las **crisis bursátiles**. Tampoco podemos dejar pasar por alto el contexto internacional en el que se desenvuelve la economía. La economía mundial no únicamente se caracteriza por la internacionalización de los flujos comerciales, estos son solamente una parte de las relaciones externas que un país mantiene con el resto del mundo, la otra parte es la que corresponde a los flujos financieros, es así como nos podemos encontrar con las **crisis financieras internacionales**. Típicamente este tipo de crisis se ha caracterizado por medio de **crisis cambiarias** - también denominadas **crisis de balanza de pagos** - , sin embargo, también encuentran expresión en **crisis de deuda externa** bajo un esquema de la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky trasladada al ámbito internacional y a las relaciones de prestamistas - prestatarios que se llevan a cabo entre países y agentes que actúan en el ámbito internacional. Aunque la forma de expresión de crisis de deuda externa podría considerarse como una de las formas típicas de una crisis financiera internacional, en los últimos años las innovaciones financieras y la alta integración de los mercados financieros mundiales han introducido nuevos elementos a las crisis financieras internacionales, en especial en lo que respecta a los denominados "**mecanismos de contagio**".

Como se observa, una de las mayores complicaciones al adentrarse al estudio de las crisis financieras es que no existe un solo tipo de éstas ya que puede aparecer en varias modalidades o, incluso, puede darse que se experimenten al mismo tiempo varios tipos de crisis financieras, lo que determinaría una **crisis financiera sistémica**.

Veamos con más detalle cada uno de estos tipos de crisis financieras.

¹²² Incluso hay que hacer notar que la mayoría de las interpretaciones teóricas de crisis financieras que se presentan en éste trabajo de investigación se basan en crisis bancarias.

2.2.3.1 Crisis bancarias

La forma tradicional por excelencia de obtención de financiamiento externo son los créditos bancarios y, como toda institución financiera, su actividad en una economía implica un grado de riesgo, por lo que no es raro que lleguen a tener serios problemas que desemboquen en una crisis. Debido a lo anterior se verá brevemente las características de las actividades bancarias:

- *Los bancos tienen un alto nivel de endeudamiento.* La actividad bancaria consiste fundamentalmente en la captación de ahorro del público (operaciones pasivas) y otorgar créditos (operaciones activas). Lo importante a destacar es que los recursos con los que cuentan los bancos se componen de recursos propios y recursos de terceros. Esta situación es sumamente importante debido a que la gran mayoría de los recursos con que cuenta una institución bancaria son derivados de sus operaciones pasivas, es decir, proviene de terceras personas que depositan su excedente monetario en el banco y esperan recibir a cambio de esto una ganancia o, por lo menos, conservar el valor de su dinero a lo largo del tiempo. Por lo tanto, al momento en que un banco realiza una inversión¹²³ arriesga el dinero de otros debido a que es el dinero que recibe como depósitos el que utiliza para el otorgamiento de créditos¹²⁴, lo que implica que para que un banco lleve a cabo sus actividades necesita mantener un alto grado de endeudamiento, mucho mayor que el de una empresa típica que se dedica a actividades no financieras, lo que trae consigo que los bancos deben de asumir el riesgo que involucra la devolución de los pasivos contratados más el interés.
- *Los bancos administran el riesgo y negocian con él.* Este es uno de los puntos principales de la actividad bancaria. En el proceso de intermediación financiera los bancos actúan en dos formas, como prestatario y como prestamista, asumiendo por ambas actividades un riesgo inherente. Como prestatarios los bancos adquieren un alto nivel de pasivos asumiendo con esto el riesgo de que estos le sean demandados de un momento a otro y que no se tengan los recursos necesarios para hacerlo. Como prestamista el banco asume el riesgo de que los créditos que ha otorgado no le sean devueltos, ya sea en forma parcial o total. Por lo tanto, una parte importante en el negocio y manejo bancario es la de calcular en términos probabilísticos dichos riesgos con el fin de administrarlos, es decir, que minimizarlos lo más posible, y, obviamente, obtener una ganancia buscando que su riesgo como prestatario sea menor al que asume como prestamista, ya que a mayor riesgo, mayor es el interés que se paga (como prestamista) y se cobra (como prestatario), por lo tanto al mantener el riesgo como prestamista mayor al de prestatario el banco obtiene un diferencial que se expresa como ganancia bruta, de ahí que los bancos tengan una “atracción” a asumir un riesgo mayor al otorgar préstamos. Ahora bien, tenemos que recordar que en la teoría heterodoxa la medición del riesgo no es aplicable debido a que

¹²³ Recordemos que cuando el banco otorga un crédito está realizando una inversión debido a que va a obtener una ganancia dado el diferencial entre la tasa pasiva, la que paga a los depositantes, y la tasa activa, la que cobra sus prestatarios.

¹²⁴ Obviamente la relación depósitos – préstamos no es uno a uno. La capacidad de un banco para crear dinero le permite tener una mayor cantidad de activos que de pasivos Dependiendo del valor del multiplicador del dinero

bancario = $K = \frac{1}{R}$; donde R es el porcentaje de reservas bancarias.

el concepto que se maneja es el de la incertidumbre y al introducirla estamos tomando en cuenta que los bancos, aunque utilicen las técnicas más avanzadas para el cálculo del riesgo y su administración, un hecho inesperado, dado un futuro incierto e impredecible, puede provocar que la cantidad de depósitos demandados por el público o de créditos no recuperados en un momento dado, pueden ser mayores a los esperados lo que, como veremos más adelante, trae los problemas que conllevan a una crisis bancaria.

- *Los bancos no tienen liquidez.* Por lo general los pasivos de las instituciones bancarias son de corto plazo y conllevan una gran incertidumbre debido a que no se sabe con exactitud ni la magnitud ni el tiempo en que los depositantes decidirán exigirle su dinero al banco. En cambio, los activos de los bancos son a largo plazo debido a que el banco recuperará los préstamos otorgados al momento de maduración del proyecto de inversión que se le otorgó el financiamiento y por lo general el período de maduración de un proyecto de inversión es largo. Por lo tanto, dado que los préstamos tienen plazos más largos que los depósitos, el sistema bancario no tiene liquidez, es decir, no tiene la capacidad de pagar todos sus pasivos en un momento dado ya que no cuenta con los recursos suficientes. Es así como cualquier imprevisto que derive en que sus depositantes le exijan su dinero le traerá al banco serios problemas que pueden llevarlo a la insolvencia en el intento de liquidar rápidamente su cartera de activos se generará una desvalorización drástica de éstos. Para evitar este tipo de problemas los bancos tienen que mantener cierto nivel de reservas con el fin de hacer frente a futuras eventualidades.
- *La falta de liquidez de un banco lo puede llevar a la insolvencia.* Primero hay que distinguir entre liquidez y solvencia. La liquidez es la capacidad de que tienen los agentes económicos para cumplir oportunamente con la totalidad de sus pasivos de corto plazo utilizando sus activos de pronta realización, como ya vimos la banca no cubre ésta característica por el desfase entre el plazo de sus depósitos y sus préstamos. Ahora bien, el que los bancos no tengan la liquidez necesaria no implica que tenga problemas de solvencia. Un agente es solvente si tiene la capacidad de cubrir sus pasivos con la totalidad de sus activos (incluyendo corto, mediano y largo plazo). Es así como las instituciones bancarias tienen que tratar de mantener cierto grado de liquidez ya que, por lo general, no todos sus pasivos le serán exigidos al mismo tiempo. Sin embargo, esto puede llegar a suceder y los bancos se verían en la necesidad de vender su cartera de activos¹²⁵ con el fin de allegarse los recursos necesarios para pagar sus pasivos. Sí la venta de activos bancarios se hace “a su valor” no tendrá dificultades de pagar todos sus pasivos y, por lo tanto, resolvería su problema de liquidez sin generar problemas de solvencia. Pero esto no suele suceder de ésta forma. La venta apresurada de activos provoca que estos se desvaloricen, ya sea porque hay una mayor oferta de activos financieros en el mercado o porque hay que venderlos a descuento, y por ende los bancos no tendrán la capacidad de pagar todos sus pasivos con la totalidad de sus activos, es decir, tendrán problemas de solvencia, lo que los puede llevar a la bancarrota.

¹²⁵ Recordemos del capítulo primero que las instituciones financieras al otorgar un préstamo generan un contrato, un título financiero, que representa un activo para el prestamista y un pasivo para el prestatario. Este instrumento financiero queda en posesión de la institución financiera como parte de su cartera de activos y es posible que la negocie en un mercado financiero.

- *Los bancos administran el sistema de pagos de la economía.* Una parte de los pasivos bancarios es utilizada como vehículo a través del cual el sistema de pagos de la economía funciona y le permite a la economía en su conjunto funcionar sin interrupciones. Es así como, si un banco no cumple con el pago oportuno de sus pasivos, otros agentes económicos no podrán cumplir con sus obligaciones, lo cual incluye a otros bancos, rompiendo de esta forma la cadena de pagos que se tienen que realizar en el sistema y generando un efecto cascada interrumpiendo de esta forma el funcionamiento de la economía.
- *Los bancos deben ser regulados.* Dado que los bancos están en un negocio riesgoso, arriesgan dinero ajeno, están altamente endeudados, su falta de liquidez los puede llevar a la insolvencia, y son fundamentales para el que no se rompa el sistema de pagos de la economía, es necesario que sean regulados con el fin de no exponer exageradamente al riesgo los recursos que enajena ya que un alto riesgo de no obtener los recursos de regreso traería como consecuencia quiebras bancarias y una alteración en el sistema de pagos.

Ahora, el problema radica en saber como se gesta una crisis bancaria. La crisis bancaria es aquella crisis que involucra la quiebra generalizada de las instituciones bancarias de una economía, o por lo menos, la gran mayoría de dichas instituciones, definiendo como quiebra bancaria a "*la incapacidad de los bancos para transferir los recursos que demandan los depositantes.*"¹²⁶

Sin duda alguna, muchos casos de quiebras bancarias son debidas a un mal manejo administrativo por parte de los banqueros, pero esto nos explicaría quiebras bancarias específicas. Cuando queremos entender una crisis bancaria que involucra una parte sustancial del sistema bancario entonces tenemos que identificar características o situaciones macroeconómicas que desencadenan la crisis. En condiciones normales en la economía los bancos no deberían tener problemas de insolvencia, por lo tanto, ciertas alteraciones (shocks) macroeconómicas que afecten ya sea el lado de los pasivos o de los activos, pueden afectar la solvencia de la banca. Es así como nos podemos encontrar dos vías de una crisis bancaria:

1. *Por la vía de los pasivos: Las Corridas Bancarias.*
2. *Por la vía de los activos. Las Carteras Vencidas.*

Primero es importante señalar que las corridas bancarias, por lo general, son más una consecuencia que una causa de los problemas bancarios, y la gran mayoría de las crisis bancarias tiene como origen problemas por el lado de los activos ya que, conforme avanza el ciclo económico, tienden a padecer un deterioro en su calidad.

Las crisis bancarias por el lado de los pasivos son más fáciles de explicar y tienen como principal consecuencia un cambio drástico en las expectativas de los depositantes, la aparición del *pánico financiero* y un comportamiento gregario de los agentes económicos, en el cual, unos agentes imitan al resto sólo por que los otros lo están haciendo.

¹²⁶ Gavin, Michael y Hausmann, Ricardo, "Las raíces de las crisis bancarias: el contexto macroeconómico." En Hausmann, Ricardo y Rojas - Suárez Liliana *Las crisis bancarias en América Latina* FCE y BID. México 1997.

Las corridas bancarias consisten en un retiro masivo de depósitos de los bancos que deriva en la imposibilidad de los bancos de pagar todos sus pasivos, lo interesante a estudiar son los motivos por lo que esto sucede. Podemos identificar tres posibles causas que inciden en una corrida bancaria:

- En su gran mayoría las corridas bancarias son debidas a un *cambio de expectativas* de los agentes económicos que mantienen su dinero depositado en los bancos. Dicho cambio de expectativas generará un aumento repentino en la demanda de dinero y, por ende, un retiro de depósitos bancarios en forma masiva. El cambio de expectativas por parte de los depositantes puede tener varios orígenes y puede referirse a diferentes tipos de expectativas, por ejemplo, pueden aumentar las expectativas inflacionarias, las expectativas devaluatorias, pueden generarse expectativas de un aumento en las tasas de interés y/o la caída de los precios de los títulos financieros, etc., lo que lleva al aumento en la demanda de dinero por parte de los depositantes. Incluso pueden generarse expectativas de que los activos bancarios se están deteriorando provocando problemas de insolvencia bancaria, pero en este caso lo que tenemos es que la corrida bancaria es una consecuencia de una crisis bancaria que se genera por el lado de los activos.
- El cambio en las expectativas por parte de los agentes y el aumento drástico en la demanda de dinero puede generar a su vez el surgimiento del *pánico financiero*. Este fenómeno se refiere a que los agentes económicos están consientes que en la economía sólo existe una cantidad determinada de dinero y que los bancos, en el corto plazo, únicamente pueden pagar un porcentaje dado de sus pasivos, por lo tanto, se verá una multitud de depositantes precipitándose en masa hacia los bancos antes de que estos se queden sin el dinero suficiente para retribuir a sus depositantes, lo que de hecho llega a suceder.
- Otro factor que incide en las corridas bancarias es el que se refiere al *comportamiento gregario* de los agentes económicos. Como sabemos, no todos los agentes económicos tienen las mismas expectativas sobre el futuro económico y por ello, en un momento determinado, no todos los agentes aumentarán drásticamente su demanda de dinero y no todos caerán en un pánico financiero. Sin embargo, aquellos agentes que no caigan en dicha situación pueden verse influenciados por aquellos que sí han aumentado su demanda de dinero por un cambio de expectativas y emular su comportamiento sin ningún sustento "racional", es decir, únicamente lo hacen por que los otros lo están haciendo. Obviamente esto genera una mayor y creciente demanda de dinero y retiro de depósitos bancarios, por lo que este tipo de comportamiento gregario en el que los agentes repiten el comportamiento de otros sin ninguna razón coherente, sólo por copiar o seguir al resto, es un elemento fundamental en la ocurrencia de corridas bancarias.

Ahora bien, es importante destacar que el tercer punto, el comportamiento gregario, puede considerarse como un factor que aviva las corridas bancarias que ya se han generado por los dos primeros factores. Es así como las corridas bancarias generan una crisis financiera bancaria pero primero debe darse un fenómeno que genere el cambio de expectativas, el aumento drástico de la demanda de dinero y la aparición del pánico financiero, este fenómeno puede ser, como se mencionó, una devaluación, un aumento en las tasas de interés, una caída en el precio de los

activos, una bancarrota bancaria, etc, es decir, para que exista una corrida bancaria debe de existir un “disparador” o shock en la economía que la genere.

Los casos más graves, y a últimas fechas más recientes, de crisis bancarias han sido aquellos que se han generado por el deterioro del lado de los activos de los balances bancarios. Al igual que en el caso de una corrida bancaria, la crisis financiera bancaria que se genera por el lado de los activos estalla al presentarse un shock macroeconómico, pero en este caso dicho shock afecta la capacidad de pago de los prestatarios que al momento de incumplir en sus pagos tanto de amortización del capital como de los intereses se definen como “cartera vencida”.

Aunque la aparición de un shock es sumamente importante no es la única causa de la generación de la crisis, incluso la parte fundamental para la aparición de una crisis bancaria por el lado de los activos recae en si el sistema bancario es lo suficientemente débil o fuerte para resistir el shock macroeconómico, por lo tanto, podemos decir que la crisis surge “*de la interacción del shock y la vulnerabilidad*”¹²⁷.

Al respecto, un sistema bancario “*es vulnerable si un shock relativamente leve, que afecta el ingreso, la calidad de los activos o la liquidez, lo vuelve insolvente o socava suficientemente su liquidez como para cuestionar su capacidad de cumplir sus compromisos financieros a corto plazo. La vulnerabilidad se presenta cuando las existencias reguladoras de capital y liquidez son pequeñas en comparación con el riesgo de sus activos y fuentes de financiamiento.*”¹²⁸

El que un sistema bancario se haga vulnerable tiene mucho que ver con los auges (booms) crediticios y con los procesos de desregulación y liberalización financiera.

Los auges crediticios están íntimamente asociados a la fase ascendente del ciclo económico y se define como un período en cual el crédito se expande aceleradamente. Como se vio en secciones anteriores de este capítulo, al revertirse la fase descendente del ciclo económico, los bancos, y demás instituciones financieras, incrementan la cantidad de créditos otorgados, tanto porque existe un aumento en la demanda de estos (por el aumento en la inversión dadas las mayores expectativas de ganancia y las bajas tasas de interés) como por un aumento de la oferta, que puede ser derivado tanto de nuevos depósitos bancarios generados por mayores niveles de ingreso provenientes de las nuevas inversiones como por una entrada de flujos de capital internacionales hacia el sistema bancario.

Conforme avanza el ciclo económico y van aumentando la cantidad de créditos otorgados el sistema financiero de la economía se va haciendo más frágil, como lo muestra la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky y el resto de los procesos aquí estudiados, lo que obviamente, poco a poco, va incrementando la vulnerabilidad bancaria ya que estas instituciones financian proyectos (y consumo) cada vez más riesgosos, es decir, se financian agentes económicos cuya capacidad de pago es dudosa¹²⁹, lo cual implica activos bancarios de menor calidad.

¹²⁷ Gavin, Michael y Hausmann, Ricardo, “Las raíces de las crisis bancarias: el contexto macroeconómico.”, En Hausmann, Ricardo y Rojas – Suárez Liliana **Las crisis bancarias en América Latina** FCE y BID. México 1997.

¹²⁸ Gavin, Michael y Hausmann, Ricardo, “Las raíces de las crisis bancarias: el contexto macroeconómico.”, En Hausmann, Ricardo y Rojas – Suárez Liliana **Las crisis bancarias en América Latina** FCE y BID. México 1997.

¹²⁹ Se financian empresas especulativas y ponzi cada vez en mayor cantidad

El riesgo bancario también tiende a aumentar debido a que la fase ascendente del ciclo implica un auge económico y todos los proyectos y agentes financiados parecen ser rentables debido a que en la expansión macroeconómica tienen una alta rentabilidad y, por ende, una alta liquidez, aunque ésta solamente es de carácter temporal. Es así como en los auge los bancos tienen problemas en distinguir entre buenos y malos prestatarios, aumentando su riesgo y su vulnerabilidad.

Los procesos de desregulación y liberalización son muy interesantes y determinan un factor esencial tanto en aumentar los auge crediticios como en incrementar la vulnerabilidad bancaria. Estos procesos aumentan el auge crediticio y la vulnerabilidad por las siguientes razones:

- La liberalización permite a los bancos participar en negocios a los que anteriormente no tenían acceso por lo que es factible que cometan una serie de errores administrativos que socaven su propia fortaleza financiera ya que otorgan préstamos riesgosos al no tener experiencia dentro de sus nuevas actividades.
- La liberalización y desregulación financiera incrementa la competencia entre instituciones financieras bancarias, no bancarias y bancos internacionales al otorgarle tanto al público ahorrador como a los demandantes de recursos nuevas alternativas. Con mayores presiones competitivas y peligro de descenso en sus niveles de rentabilidad, los banqueros tienden a asumir mayores riesgos en sus actividades de préstamos con el fin de mantener sus niveles de rentabilidad y continuar en el mercado.
- Uno de los puntos clave en los procesos de desregulación financiera es la liberalización de las tasas de interés lo que implica que éstas serán determinadas "por el mercado" y no bajo un control estatal. Por lo tanto, conjuntamente al aumento de competitividad, impulsa a los bancos a otorgar mayores tasas de interés pasivas (para ganar depositantes), es decir, mayores riesgos por el lado de los pasivos, que derivan en cobros mayores de tasas activas y mayores riesgos por el lado de los activos.
- La liberalización le permite al sector bancario tener la posibilidad de obtener fondos del exterior en moneda extranjera. Dichos fondos forman parte de sus pasivos y con ellos pueden otorgar una mayor cantidad de créditos. Por lo tanto, los bancos ven incrementada su vulnerabilidad por el lado de sus pasivos dado el riesgo cambiario, como por el lado de sus activos al aumentar los préstamos otorgados, especialmente si estos préstamos los otorgan en moneda nacional lo cual implica que ante una devaluación o depreciación fuerte de la moneda nacional se verían incapaces de cubrir sus deudas extranjeras.
- Como mencionamos, la actividad bancaria, por sus características, tiene que ser regulada y con la desregulación el marco de regulación del sistema bancario se hace menos eficiente, especialmente cuando se reduce o elimina la regulación en materia de control de riesgos y las auditorías internas de los bancos.
- Las privatizaciones en el sistema bancario, parte de la liberalización, también constituye un factor de incremento de vulnerabilidad bancaria al entrar al negocio administradores inexpertos e incluso con intenciones fraudulentas que buscan auto prestarse a ellos mismos o a sus propias empresas.

Es así como la liberalización y desregulación en el sector financiero y bancario incrementa la vulnerabilidad del sector, el deterioro de los activos bancarios y, por ende, a la existencia de las crisis bancarias.

Ya sabemos como es que se deterioran los activos bancarios, nos resta por estudiar los shocks macroeconómicos que hacen estallar la crisis bancaria. Los shocks macroeconómicos adversos son importantes en una crisis bancaria debido a que pueden dificultar la capacidad de los prestatarios de los bancos para pagar sus deudas a tiempo, poniendo en peligro la liquidez y solvencia bancaria, especialmente si los problemas de cartera vencida se presentan en un alto porcentaje de sus clientes. Podemos clasificar los shocks macroeconómicos en los siguientes puntos:

- a) **Recesión económica.** La recesión (o incluso depresión) económica no podría considerarse exactamente como un shock debido a que los shocks se presentan de forma repentina, pero sin duda es uno de los factores más importantes que determinan los problemas de cartera vencida de los bancos. Como sabemos, un auge económico suele concluir en una recesión. La desaceleración en la actividad económica trae como consecuencia una reducción en los ingresos, tanto de las empresas como de los individuos y, por lo tanto, se ve reducida su capacidad para pagar sus deudas bancarias, ya sea aquellas que fueron contratadas para financiar inversiones o financiar consumo privado. Este tipo de esquema es muy sencillo de entender especialmente si nos manejamos dentro del esquema de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky en donde el descenso de la inversión trae como consecuencia la posterior caída de las ganancias empresariales y menores niveles de empleo trayendo como consecuencia el proceso deuda deflación. Inclusive esta situación se ve agravada con el alza en la tasa de interés. Esta variable fundamental en la economía se comporta en forma pro cíclica por lo que al ir avanzando el ciclo económico se va incrementando, aumentando la incapacidad de pago de los deudores. Es importante señalar que en un período de recesión económica nos encontramos con que existen factores que se retro alimentan y contribuyen a la gestación de la crisis bancaria, por ejemplo, las presiones inflacionarias que avanzan conforme el ciclo económico, impulsan las tasas de interés hacia arriba, lo que disminuye la inversión, recrudece la recesión y se aumentan los problemas de cartera vencida. Por lo tanto, podemos decir que en una recesión se combinan toda una serie de factores que pueden derivar en una crisis de cartera vencida ya que los deudores entran en fuertes problemas de morosidad.
- b) **Shocks externos.** En diversas ocasiones, especialmente cuando un sistema bancario nacional se encuentra muy ligado al exterior, las crisis bancarias se asocian con cambios bruscos en el tipo de cambio y/o en las tasas de interés internacionales. Esto se debe principalmente a que las conexiones bancarias en el exterior se dan por el lado de sus pasivos, ya que dichas conexiones le permiten a los bancos obtener recursos en moneda extranjera derivados de la entrada de capitales. Es así como un cambio en las condiciones internacionales como una devaluación o un alza repentina en la tasa de interés internacional le genera serios problemas a la banca dado que se ve en la incapacidad de pagar dichos préstamos internacionales ya que sus pasivos en moneda extranjera se hacen mayores a sus activos. Se le suma a ésta situación que las condiciones internacionales desfavorables también afectan la capacidad de pago de los prestatarios de la banca por que la devaluación aviva la recesión económica y la incapacidad de pago de los deudores

sí es que tienen pasivos en moneda extranjera y debido a que el alza en la tasa de interés internacional impulsa hacia arriba la tasa de interés nacional. Por lo tanto, un shock externo trae graves consecuencias a la banca, tanto en problemas en sus pasivos como problemas de cartera vencida.

- c) Shocks monetarios y fiscales. Estos shocks son derivados de los intentos por parte de las autoridades gubernamentales en política económica de frenar las presiones inflacionarias. En este intento las autoridades aplicarán unas políticas monetarias y fiscales restrictivas, reduciendo el ritmo de actividad económica y aumentando la tasa de interés. Ambas situaciones desencadenaran problemas de morosidad y cartera vencida por las razones que ya conocemos.
- d) Shocks crediticios. Una parte fundamental dentro del auge económico y crediticio es que es necesario que los bancos, u otras instituciones financieras, otorguen créditos a unidades económicas para pagar viejas deudas. Si se llega a presentar un shock crediticio, es decir, un proceso de descrédito en donde se frena súbitamente los préstamos a unidades especulativas y ponzi, que se van creando durante el ciclo económico y van aumentando en cantidad, lo que traerá el incumplimiento de pagos y los problemas de carteras vencidas.
- e) Shocks en los mercados financieros. En los auges crediticios algunos de los préstamos bancarios son utilizados para adquirir activos financieros e incluso los propios bancos realizan esta operación, por lo que se encuentran expuestos a un deterioro de sus activos si es que ocurren cambios drásticos a la baja de los precios de los títulos y activos financieros. Es así como en el auge se crea un exceso de demanda de títulos financieros lo que genera una inflación en el mercado de capitales y de dinero que a la vez aumenta la demanda de estos títulos dado el atractivo de ganancias especulativas. Al momento de aparecer la recesión, el alza en las tasas de interés o una devaluación que provoque una deflación en el mercado de títulos de deuda, los activos bancarios se deterioran, tanto por el lado de los préstamos que se otorgaron para financiar la compra de títulos financieros (cartera vencida por parte de estos prestatarios), como por los propios activos financieros adquiridos directamente por la banca, especialmente si el valor de estos activos cae por debajo al de los pasivos.

Es así como los diferentes shocks que se explican en los incisos anteriores afectan los balances bancarios deteriorando sus activos al afectar la capacidad de pago de sus prestatarios (carteras vencidas) y el valor de los propios activos de los bancos lo que desemboca en una quiebras bancarias generalizadas y crisis financiera bancaria si es que la vulnerabilidad del sistema bancario es muy alta.

2.2.3.2 Crisis bursátiles

La emisión de instrumentos financieros por parte de una empresa es una de las fuentes de financiamiento más recurridas, en especial lo ha sido en países con alto nivel de desarrollo

económico¹³⁰. Las crisis financieras bursátiles son aquellas que se presentan en una parte fundamental de los mercados financieros: el mercado de capitales o mercado bursátil.

En el mercado bursátil se negocian los instrumentos financieros denominados como acciones o participaciones de capital, cuyas características se desarrollaron brevemente en el capítulo primero de este trabajo de investigación, y representan el precio de los activos fijos en el mercado financiero, es decir, en términos keynesianos, el precio de demanda. Una parte importante de la existencia de un mercado de capitales en una economía es que convierten las deudas de corto plazo en deudas de largo plazo además de distribuir el riesgo empresarial entre varios agentes económicos al compartir entre ellos la inversión productiva realizada.

En términos operativos el mercado de capitales se divide en dos:

- a) Mercado Primario: En este mercado se emiten y se negocian por primera vez las acciones, por lo que los recursos obtenidos de su venta van directamente a la empresa.
- b) Mercado Secundario: En este mercado es en el cuál se realizan las negociaciones de compra - venta de acciones que ya pasaron por el mercado primario, es decir, en el mercado secundario la posesión de las acciones cambia entre los diversos agentes participantes y los recursos que se obtiene de dichas transacciones son apropiadas por el vendedor y no suelen ir directamente a las empresas a menos que éstas participen en el mercado secundario como vendedoras de sus propias acciones o de otras empresas. El mercado secundario cumple con una serie de funciones específicas entre las que destacan el otorgar a los agentes que participan en el mercado información acerca del comportamiento de los precios de los títulos y dicha información, y los efectos que tenga en el comportamiento de los agentes, determinará el precio de los títulos nuevos y permite a los nuevos inversionistas realizar evaluaciones acerca de los futuros rendimientos que les puedan otorgar las acciones nuevas o aquellas que ya se encuentran en el mercado.

Aquí lo interesante a destacar es la función del mercado bursátil puede tanto acelerar la inversión como el crecimiento económico, así como puede frenarlos, ya que tiene tanto efectos positivos como negativos a la economía real.

Entre sus efectos positivos destacamos que disminuye el riesgo microeconómico entre los inversionistas al distribuir la inversión entre varios agentes, es una nueva fuente de financiamiento de las empresas y, por lo tanto, aumenta la oferta de fondos disponibles para el financiamiento de la inversión, esto obviamente cuando las operaciones se llevan a cabo en el mercado primario, además, la existencia del mercado bursátil y la posibilidad de emitir acciones por parte de una empresa le permite a los dueños de éstas tener su inversión en una forma más líquida, ya que puede vender dichas acciones en el mercado secundario, esta mayor liquidez en la inversión propicia a los inversionistas a asumir un mayor grado de riesgo al momento de invertir.

¹³⁰ Estados Unidos y Gran Bretaña en especial ya que su desarrollo económico se basó en esta estructura de financiamiento empresarial.

Mientras tanto, los efectos negativos derivados del mercado bursátil dependen de la separación entre los dueños del capital y los manejadores de las empresas así como del funcionamiento y el contexto en el que se desenvuelve el mercado secundario.

Cuando una empresa emite acciones se distribuye la propiedad de dichas empresas entre varios agentes económicos y genera una separación entre los dirigentes de las empresas (los gerentes) y los dueños de las mismas que se convierte en un problema debido a que estos dos agentes tienen intereses diferentes. Por lo general los gerentes de las empresas tienen como principal objetivo el incrementar los niveles de ventas, de eficiencia o de rentabilidad de la empresa, mientras tanto, los dueños del capital tienen como principal objetivo aumentar el valor de sus acciones con el fin de venderlas y obtener una ganancia de capital, por lo que su principal interés es llevar a cabo negociaciones en el mercado secundario¹³¹.

Aunque la emisión de acciones por parte de las empresas y el que la inversión de los inversionistas sea líquida tiene un efecto positivo en la inversión, esto también genera efectos negativos. Dada la alta liquidez de las acciones, éstas pueden ser negociadas en el mercado secundario y al venderse y comprarse continuamente se provocan movimientos en sus precios. Estos movimientos en los precios de las acciones generan un efecto negativo en la inversión y en la actividad de la economía real. Esto se debe principalmente a que el mercado bursátil se enlaza con economía real debido a que:

- a) El mercado bursátil incorpora la psicología del mercado, es decir, refleja las expectativas de los agentes sobre el comportamiento presente y futuro de la economía.
- b) En el mercado bursátil se reflejan las expectativas de ganancias de las empresas emisoras.
- c) Afecta los niveles futuros de inversión.

Por lo tanto, si los agentes inversionistas del mercado bursátil tienen expectativas de que la economía en un futuro va a comportarse favorablemente (se cree que habrá crecimiento económico), entonces se incrementarán las expectativas de ganancias de las empresas, aumentando el precio de las acciones y otorgando ganancias de capital a los inversionistas e incentivos a las empresas de emitir nuevas acciones para obtener mayor cantidad de recursos e incrementar los niveles de inversión. Sin embargo, los efectos negativos vienen precisamente cuando los precios van a la baja. La reducción de precios implica expectativas de una reducción en los rendimientos de las empresas¹³², una desvalorización de sus activos¹³³, y reduce los incentivos de la emisión de nuevas acciones y, por lo tanto, no se lleva a cabo nueva inversión.

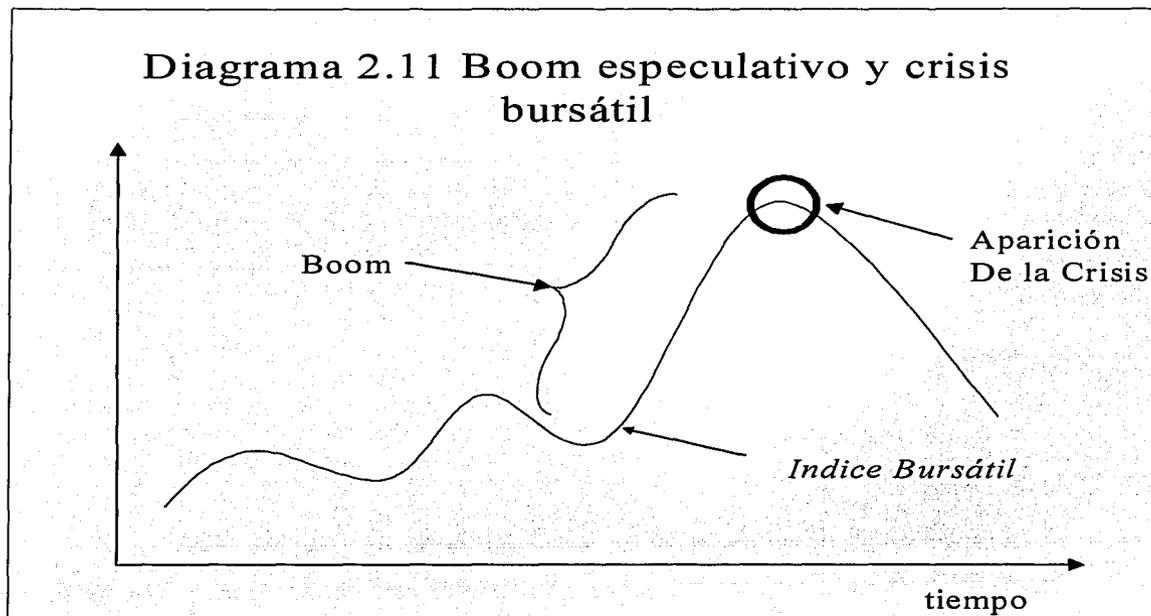
El problema radica en que aunque por lo general los precios de las acciones responde al comportamiento del ciclo económico (aumentando a lo largo del auge pero con un crecimiento cada vez menor debido a la caída de las ganancias de las empresas y el alza de la tasa de interés), el constante nivel de negociaciones en el mercado accionario genera constantes vaivenes de precios en el mercado lo que provoca una mayor incertidumbre en el comportamiento futuro de

¹³¹ Es importante hacer notar que no todos los compradores de acciones tienen estos objetivos. También existen en el mercado agentes que tienen la intención de adquirir acciones con el fin de entrar al mercado como empresarios.

¹³² Lo que de echo genera una reducción en la inversión.

¹³³ Recordando que el precio de las acciones representa el precio de demanda del capital, es decir, el valor del capital en el mercado financiero

Sin embargo, es un hecho observable que el mercado bursátil no se mueve con cierta regularidad. Las fases expansivas (*bull market*) y las fases contractivas (*bear market*) suelen sucederse en forma irregular y con fluctuaciones diarias que, a pesar de ser de carácter efímero, “*tienden en conjunto a tener influencia excesiva y aun absurda en el mercado*”¹³⁵. Esta influencia excesiva es aún más grave cuando lo que se observa es un boom (burbuja) especulativo seguido por una crisis bursátil.



Fuente: Elaboración propia.

Las crisis bursátiles se caracterizan precisamente por ser precedidas de un boom especulativo en el mercado. El boom especulativo se puede definir como una intensa corrida de dinero dirigida hacia la compra de activos financieros basada en las expectativas de los agentes económicos de un continuo incremento en el precio de las acciones que incita a los agentes a incrementar las actividades especulativas y la búsqueda de ganancias de capital.

Estas expectativas pueden estar basadas en diferentes suposiciones de los agentes entre los que nos encontramos factores que precipitan la especulación como pueden ser toda una serie de eventos que aumenten las expectativas de ganancias, tanto en el sector real como en el sector financiero, y factores amplificadores de la especulación entre los que destacan el aumento del crédito para ser utilizado en actividades especulativas financieras.

¹³⁵ Levy, Noemí, *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión en México 1960-1994*. Tesis doctoral, UNAM Facultad de Economía 1998.

Es así como entra al mercado bursátil una gran cantidad de fondos que se expresan como un aumento de demanda de acciones. Es precisamente el incremento en la demanda por encima de los niveles de oferta existente lo que contribuye a expandir la burbuja bursátil.

Es importante hacer notar que la prolongación de dicha burbuja o auge especulativo depende de que siga entrando al mercado una constante oferta de fondos. Esto se debe a que para que exista la ganancia de capital de un primer agente comprador es necesario que exista un segundo dispuesto a pagar un precio mayor al pagado por el primero¹³⁶, y a su vez, es necesario que exista dentro de este proceso un tercer comprador, un cuarto, un quinto, ..., etc. Es decir, la ganancia de los agentes debe ser pagada por otros que entren al mercado lo que es factible en cuando existe un boom en el mercado de capitales debido a que las altas expectativas de ganancias genera un proceso de euforia (o manía) de compra de acciones.

Obviamente este proceso tiene un límite determinado por la cantidad de fondos disponibles para invertir en el mercado financiero. Dicho límite puede ser prolongado si dentro de la economía productiva se da una expansión real que continúe generando ahorro o si el sistema bancario otorga préstamos que sean utilizados por los agentes con fines especulativos en el mercado accionario secundario.

Sin embargo, tarde o temprano la burbuja especulativa se revienta generando una crisis (crack) bursátil. Al contrario del auge, el crack se deriva de una corrida de dinero fuera del mercado bursátil buscando convertirlo rápidamente en dinero, es decir, se reduce la oferta de fondos (la demanda de acciones) y se incrementa la oferta de acciones (demanda de dinero), debido a un cambio de expectativas repentina de los agentes económicos que ahora esperan una reducción en el precio de las acciones.

Estas nuevas expectativas se derivan en un inicio de observar que a pesar de que se continúan generando ganancias de capital, éstas no son tan altas como se esperaba, es decir, las expectativas de ganancia no se empiezan a cumplir. A esto se le puede sumar las condiciones propias del ciclo económico (la alza en la tasa de interés y la baja en las ganancias de las empresas), e inclusive, la existencia de algún evento o noticia que se presente en la economía, como la quiebra de un banco, de una empresa e inclusive eventos políticos que desestabilicen las expectativas, pueden incrementar la demanda de dinero de los agentes participantes en el mercado y contribuir a una acelerada baja en el precio de las acciones.

Es así como el fracaso de las altas expectativas generadas, eventos que afectan al comportamiento normal de la economía y las condiciones propias del ciclo económico, traen consigo un retiro de fondos del mercado. Ahora bien, no todos los retiros de fondos del mercado bursátil puede derivar en un crisis, esto va a depender de la magnitud de los retiros y del pánico que se presente en los agentes por vender sus activos financieros. Cuando la oferta de acciones es tan alta y se combina con una imposibilidad de vender dado que al mismo tiempo se reduce la demanda de acciones (lo que puede ser tanto por los propios motivos de retirarse del mercado como por una contracción en el crecimiento económico impidiendo la generación de ahorro así como la reducción de los préstamos bancarios que alimentan la compra de acciones) la deflación

¹³⁶ Obviamente se encuentra en disposición de hacerlo debido a que espera que el precio siga aumentando y pueda obtener su propia ganancia.

en el mercado puede ser tan severa que la caída en los precios se traduzca en una crisis bursátil amplificando los efectos negativos de una deflación bursátil que podría considerarse como "normal", es decir, se da una gran desvalorización de los activos empresariales, se reduce drásticamente los niveles de inversión y se contrae la actividad económica.

Esto se ve acompañado por una redistribución del ingreso. Es importante señalar que en las bolsas de valores¹³⁷ no se produce ningún tipo de riqueza debido a que ésta se genera en el sector productivo¹³⁸, y, por lo tanto, en un crack bursátil no hay pérdida de riqueza, lo que existe es una importante redistribución de la misma en donde los grandes perdedores son aquellos agentes que no logran desprenderse de los activos financieros que poseen y que ven como se reduce drásticamente su patrimonio invertido en dichos activos.

2.2.3.3 Las crisis financieras internacionales.

Uno de los tópicos más recurrentes en la literatura económica en las últimas dos décadas es el referente a las crisis financieras internacionales. Nuevamente nos encontramos con un tema difícil de tratar y del cual la gran mayoría de las explicaciones encontradas acerca de ellas se refieren a análisis históricos y de casos que a presentar un modelo general. Obviamente esto se debe a la alta complejidad de tema y a que la extensión de una crisis financiera al ámbito internacional se puede llevar a cabo a través de toda una variedad de canales y mecanismos. A pesar de ello trataremos de dar un orden, sentido y clasificación a lo que podría clasificarse como una crisis financiera internacional. Dada la dificultad se hace necesario nuevamente realizar una serie de apartados. En los primeros dos abordaremos las formas más tradicionales de crisis financieras internacionales: las crisis de deuda externa "clásicas" y las crisis cambiarias.

En la primera de éstas hacemos alusión al esquema clásico de Minsky (por eso la denominación de "clásica" que le he atribuido como aportación personal) pero trasladado al ámbito internacional. Mientras tanto, las crisis cambiarias, que suele decirse son crisis nacionales que explotan en un contexto internacional, son un tanto más complejas debido a que en la literatura económica las discusiones teóricas sobre el tipo de cambio son abundantes e, incluso, es difícil resolver que es lo que lo determina, por lo que podemos encontrar toda una serie de causas de una crisis cambiaria, incluso, los mismos problemas de deuda externa suelen ocasionarlos.

Dentro del tópico de las crisis cambiarias entraremos al estudio de lo que son las crisis cambiarias de primera y de segunda generación donde se verán las explicaciones teóricas más recientes acerca de las crisis de balanza de pagos y temas sumamente interesantes como son las

¹³⁷ Lugar en donde se lleva a cabo las operaciones bursátiles.

¹³⁸ Riqueza que durante un período de euforia financiera se traslada hacia el sector financiero y que no se traduce en nueva inversión productiva debido a que los recursos que llegan al sistema financiero nuevamente son reciclados para su inversión en los mercados financieros, es decir, el ahorro que se genera en el sector productivo no regresa al mismo sino que se queda circulando en el sistema financiero, especialmente en el mercado bursátil con el fin de obtener ganancias de capital las cuales se presentan ahora en forma más rápida que aquellas que se pueden obtener en un proceso productivo. Como menciona Marx en el segundo tomo de "El capital": *"El proceso de producción no es más que el estabón inevitable, el mal necesario para hacer dinero. Por eso todas las naciones en que impera el sistema capitalista de producción se ven asaltadas periódicamente por la quimera de querer hacer dinero sin utilizar como medio el proceso de producción"*, y el mercado bursátil es una buena forma de hacer esto, especialmente si se presentan las condiciones favorables.

crisis de contagio y aquellas que se generan por el lado de la cuenta de capitales de la balanza de pagos de un país.

También se abordará el estudio de las crisis de contagio dentro de los mercados bursátiles.

2.2.3.3.1 La fragilidad financiera internacional y los problemas de deuda externa.

Minsky originalmente formuló su planteamiento pensando en una economía cerrada, sin embargo, esto no evita que se puedan extender sus aportaciones para el análisis de una economía internacional.

Cuando se abre el modelo de Minsky uno de los primeros puntos que debemos considerar es que el número de actores en escena se ven incrementados. Ahora no solamente contamos con intermediarios financieros (bancos) y unidades económicas (familias, individuos y empresas) nacionales, sino que debemos agregar a los bancos que operan en los mercados financieros internacionales, los gobiernos nacionales y las instituciones financieras internacionales (como son los caos de el FMI y el Banco Mundial).

Bajo este contexto debemos de considerar que tanto unidades económicas, intermediarios financieros y gobiernos nacionales, pueden obtener financiamiento por parte de bancos e instituciones financieras de exterior, inclusive por parte de otros gobiernos. Por lo tanto los problemas de deuda externa pueden presentarse si alguno de estos agentes económicos no pueden cumplir con sus compromisos de pago, en el caso de que la deuda sea del gobierno de un país se le nombra *deuda externa soberana*, mientras que si se trata de agentes privados se denomina precisamente *deuda externa privada*.

Ahora bien, cuando se habla de problemas de deuda externa el esquema de Minsky se hace más complejo e interesante, en especial bajo su contexto macroeconómico y al observar las relaciones entre distintos países. Primero nos concentraremos en una situación de la deuda externa soberana en el caso en el que un gobierno nacional toma la decisión de llevar a cabo una política de desarrollo. Para llevar a cabo dicho programa el gobierno nacional se ve en la necesidad de obtener recursos para su financiamiento. Por lo general los países que deciden emprender un programa de desarrollo son aquellos que se encuentran en cierto nivel de subdesarrollo, por ende, la fuente de recursos se encuentra limitada debido a que este tipo de países padecen de déficit comercial externo, es decir, sus exportaciones netas son negativas y por lo tanto la fuente de financiamiento para el desarrollo será a partir de crédito internacional, el cual deberá ser utilizado para financiar el déficit en cuenta corriente y el programa de desarrollo.

En este sentido, un país se endeudara si es que espera tener superávit comercial en períodos futuros con lo que pueda pagar sus deudas. Si se es lo suficientemente observador se puede notar que esto significa que desde un inicio el país en cuestión asume una posición especulativa debido a que los pagos de deuda se cubrirán sólo en períodos futuros; hasta que los ingresos netos del país sean positivos y lo suficientemente altos para cumplir con los compromisos contraídos. Esto último sucede en dado caso de que el programa de desarrollo tenga éxito, lo que implica que los préstamos se han utilizado en actividades productivas rentables que generarán beneficios (superávit comercial) suficientes para el pago de la deuda, tanto la inicial como aquella nueva deuda que se contrata para pagar intereses y amortización de la deuda inicial que no se pueden

pagar en los primeros períodos. Como se puede notar, esto también implica que se puede llegar a presentar que un país asuma una posición financiera ponzi, es decir, que no logre llegar a cumplir con éxito el programa de desarrollo y continuamente contrate nueva deuda para cumplir con pagos de compromisos anteriores y aumentando la carga de su deuda. Como se puede ver, bajo este contexto, una diferencia importante con el modelo presentado para el interior de una economía radica en que no se parte inicialmente de un sistema financiero (en este caso internacional) robusto, sino, por lo menos, de uno especulativo y por ende se parte de un estado inicial de cierta fragilidad financiera.

Entonces, al igual que en el caso del modelo cerrado, el que se llegue a un grado de mayor fragilidad financiera va a depender de los ingresos que se puedan obtener en el futuro y de las condiciones de las tasas de interés, sólo que en este caso los ingresos no se determinan como vimos anteriormente en el análisis de Minsky, sino que estos, al devenir de las exportaciones netas, se encuentran en función del nivel de exportaciones y de importaciones del país, y por lo tanto, de toda una serie de factores como son: el nivel de crecimiento de la economía interna, el crecimiento de la economía externa, la demanda de importaciones y exportaciones, del nivel de competitividad y productividad de cada país, su dotación de factores, tipo de productos que exporta e importa el país endeudado, del tipo de cambio, etc.

Ahora bien, uno de los puntos importantes dentro del programa de desarrollo consiste en que los préstamos concedidos generarán un aumento en la inversión y por lo tanto un crecimiento económico, lo que implica un aumento en el nivel de importaciones (dado el nivel de componentes importados de la producción local) y de exportaciones. Si el programa de desarrollo tiene éxito la tasa de crecimiento de las exportaciones será mayor al de las importaciones lo que incrementará la confiabilidad de los prestamistas sobre el país en cuestión aumentando la disponibilidad de crédito, lo que traería mayor inversión y un nuevo aumento en la capacidad de exportación. Es aquí donde nos podemos encontrar un proceso de euforia, tanto por el lado de prestamistas como de prestatarios en donde el éxito observado impulsa a los primeros a prestar más y a los segundo a endeudarse en mayor cantidad, y, por lo tanto, a que ambos asuman más riesgos.

Es así como bancos y gobiernos prestamistas prestarán más y los países prestatarios se endeudarán más mientras se observe que las condiciones financieras internacionales, el crecimiento económico (tanto interno como externo¹³⁹) se mantengan estables y continúe observándose un mayor crecimiento de las exportaciones sobre las importaciones y, por lo tanto, se siga esperando exportaciones netas futuras positivas que superen los compromisos de pago.

Sin embargo, el mayor grado de endeudamiento de los países va aumentando el grado de fragilidad financiera del sistema lo que en un momento dado puede desencadenar una crisis financiera, en este caso, de carácter internacional por los problemas de deuda externa. Esto puede suceder en el momento en el cual se frena la expansión de las exportaciones. Este freno del crecimiento de las exportaciones traerá como consecuencia que el proceso acumulativo se revierta: el déficit comercial deje de cerrarse y empiece a aumentar, la confianza disminuye y se reduzcan los préstamos, además, de que en ciertos caso de alta desconfianza y pesimismo, se

¹³⁹ El crecimiento externo también es importante dado que de este depende el aumento constante de las exportaciones.

observen fugas de capital en el país prestatario y aumentos del costo del crédito (de la tasa de interés).

Por lo tanto, la posición financiera de los países prestatarios se deteriora rápidamente, y especialmente si tomamos en cuenta que estos inicialmente partieron de una posición especulativa o ponzi, lo que los puede llevar incluso a puntos de iliquidez e insolvencia. Obviamente estos problemas de iliquidez e insolvencia son bastante graves debido a que con la reversión de las exportaciones el déficit comercial en vez de disminuir empieza a aumentar y, por ende, no solamente se involucra el pago de la deuda acumulada en la fase de crecimiento, sino que el país en problemas también se encuentra en dificultades de obtener recursos para financiar su déficit comercial, ahora creciente.

En el caso del éxito, de $t-k$ a t el saldo en la cuenta corriente (cc) es negativo pero con una evolución favorable, es decir, tendiente al superávit. Mientras tanto, el saldo en la cuenta de capitales (ck) es positivo y mayor (en valores absolutos) al de la cuenta corriente debido a que una parte de ese saldo se usa para financiar el déficit corriente y otra como deuda para financiar desarrollo. Al irse acercando al tiempo t el déficit corriente se hace más pequeño, la parte de la entrada de capitales para su financiamiento también se reduce y se va acumulando deuda¹⁴⁰. En t se llega al equilibrio comercial externo y a partir de ese punto se empieza a dar el superávit comercial, el cual, de t a $t+r$ es utilizado para el pago de la deuda acumulada¹⁴¹. A partir de $t+r$ los beneficios para el país serán apropiados por el mismo y tendrá posibilidades de emitir préstamos (deuda negativa).

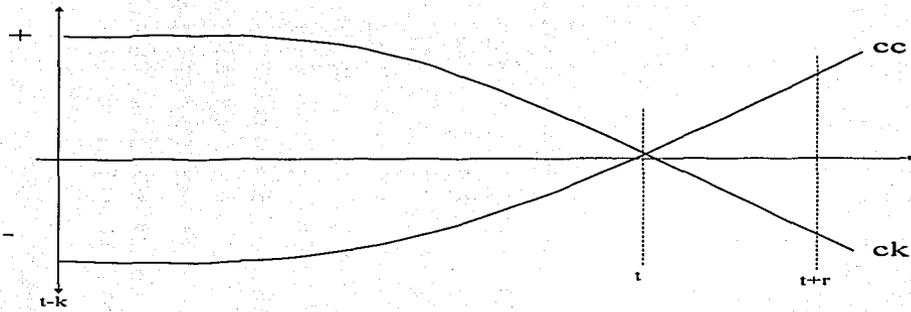
Gráficamente el éxito se vería de la siguiente manera:

¹⁴⁰ Ahora, si el grado de confianza es muy alto y también los es la euforia y entonces la línea que representa la deuda se hace mayor.

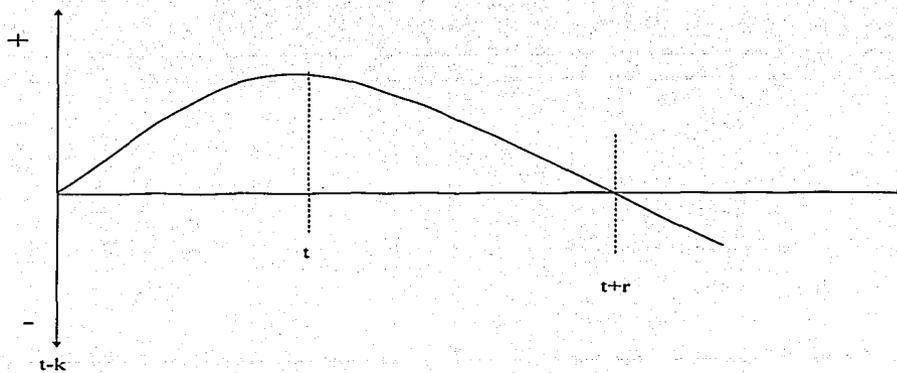
¹⁴¹ Aquí hay que notar que usamos r y no k debido a que podría suceder que r fuera mayor a k lo que sería lógico porque en los primeros periodos de superávit la deuda continuaría aumentando ya que no se ha pagado amortización alguna del principal por lo que el período en el cual se cumple con la totalidad del pago de la deuda es mayor por el interés generado, además de que el financiamiento utilizado para cubrir el déficit en cuenta corriente también genera interés, lo que implica que el éxito del programa de desarrollo es sumamente costoso.

ÉXITO

Saldo en Cuenta Corriente y de Capitales



Evolución de la Deuda para Financiar Desarrollo



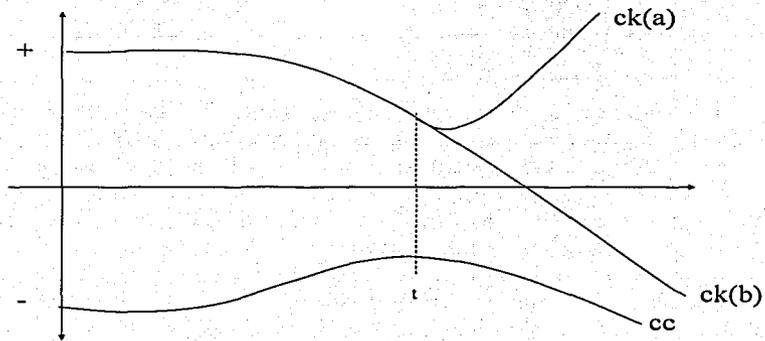
Mientras tanto, en el fracaso (la crisis) en el momento t se da una reversión de las condiciones y lo que se observa es un déficit comercial creciente lo que provoca un nuevo impulso a la contratación de deuda con el fin de financiar dicho déficit. Si el ambiente no es tan pesimista sucederá lo que se ven la línea (a) del fracaso, se darán préstamos para el financiamiento del déficit y por lo tanto la proporción de deuda externa para financiar el programa de desarrollo puede mantenerse en su crecimiento constante, pero aumentaría drásticamente la deuda para financiar el déficit en cuanta corriente¹⁴². Ahora bien, si se presenta el pánico y se reducen los préstamos, aumenta el costo de estos y se da la fuga de capitales se presentaría el caso (b) en donde el prestatario no tendría recursos ni para pagar su déficit comercial ni la deuda acumulada durante el auge y por ende: iliquidez, insolvencia y crisis financiera.

Gráficamente el fracaso (crisis) podría verse como se aprecia en la página siguiente:

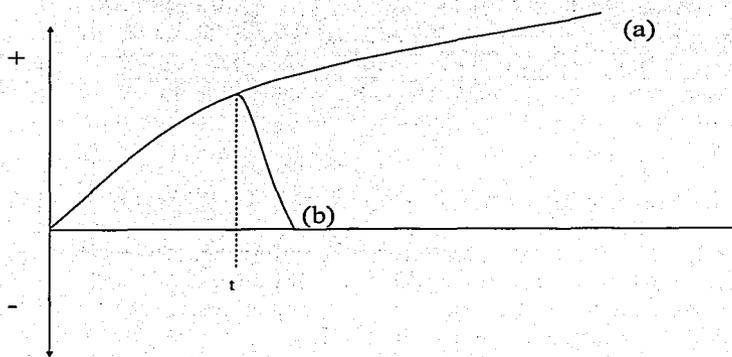
¹⁴² Aquí hay que tener cierto cuidado debido a que podría pensarse que la deuda para el desarrollo continúa creciendo debido a que aumentan los montos de los préstamos, esto no es así, estos préstamos se cortan drásticamente y se destina para financiar la cuanta corriente, el crecimiento de dicha deuda continúa debido a la acumulación de los intereses de la deuda contratada inicialmente y las deudas para refinanciamiento.

**FRACASO
(CRISIS)**

Saldo en Cuenta Corriente y de Capitales



Evolución de la Deuda para Financiar Desarrollo



Ahora bien, aquí es donde entra el papel de los organismos financieros internacionales que una vez presentada la crisis entran en acción otorgando recursos al país prestatario u obligando a bancos internacionales y gobiernos (que incluso lo pueden hacer voluntariamente) a dotar de liquidez al país en problemas, es decir, se lleva a cabo un rescate, pero a su vez, este rescate implica un nuevo aumento de deuda externa para el país en problemas.

También cabría preguntarse ahora a que se podría deber el freno en el crecimiento de las exportaciones del país prestatario. El nivel de dichas exportaciones está en función de la demanda del exterior lo que depende de las condiciones macroeconómicas mundiales. Es así como, una recesión, políticas contraccionistas en los países que adquieren los productos de nuestro país en cuestión o movimientos en el tipo de cambio, pueden generar la reducción de las exportaciones.

Cuando se estudia el caso de la deuda externa privada aunque el esquema no difiere radicalmente de la propuesta inicial de Minsky sí se tiene que puntualizar ciertos aspectos. Cuando intermediarios financieros, individuos, familias y empresas consiguen créditos del extranjero y que son denominados en moneda extranjera, se ven en la necesidad de obtener ingresos también en dicha denominación monetaria. Es así como el esquema de Minsky se trasladaría a un aspecto internacional: como los compromisos de pago de las unidades económicas están denominadas en moneda extranjera, deben de obtener ingresos en la misma moneda para cumplir con sus pagos o, en dado caso, obtener suficientes ingresos en moneda local que al convertirlos en la moneda en la que se ha establecido la negociación, sea suficiente para realizar los pagos correspondientes. Por lo tanto, como se puede observar, aquí nos encontramos con dos nuevos elementos sumamente importantes: la tasa de interés internacional y el tipo de cambio.

El punto del tipo de cambio ya lo hemos tratado en apartados anteriores (crisis bancarias) y bajo el contexto de la deuda externa privada lo que debemos puntualizar es que los agentes económicos endeudados en moneda extranjera, si no tienen ingresos en dicha moneda o sólo cuenta con ingresos parciales para cubrir su deuda, incurren en un riesgo cambiario, ya que con una devaluación el peso de su deuda se incrementa proporcionalmente al aumento del tipo de cambio. Con respecto a la tasa de interés internacional lo que nos debemos preguntar es ¿Por qué los agentes económicos nacionales optan por financiarse con recursos externos? La respuesta suele ser obvia: por que resulta más barato, es decir, la tasa de interés internacional es menor a la tasa de interés nacional, incluso, lo suficientemente más baja como para cubrir el riesgo cambiario.

Es así como bajo este esquema nos podemos encontrar con que también existen las unidades económicas cubiertas, especulativas y ponzi en donde ahora, el paso a un estado de fragilidad financiera no sólo dependerá de las condiciones económicas internas, sino también de las condiciones económicas externas, en especial del movimiento de la tasa de interés internacional y de la demanda de importaciones del exterior que suele determinar los ingresos en moneda extranjera de las unidades económicas nacionales, y del movimiento del tipo de cambio.

También es importante señalar que el caso en que son los intermediarios financieros locales los que se endeudan con el exterior el esquema es un poco diferente debido a que el endeudamiento externo le permite a los intermediarios incrementar sus reservas en moneda extranjera y, por lo tanto, ampliar el crédito en esa denominación por lo que a última instancia lo que se observa es

una triangulación del crédito externo pero en el cual la imposibilidad de llevar a cabo los pagos por parte de los agentes a los que se les extendió el crédito final crea problemas tanto a la banca nacional como a la banca internacional.

2.2.3.3.2 Las Crisis de balanza de pagos o Crisis cambiarias.

Este es uno de los tipos más comunes dentro de las crisis financieras internacionales, de hecho es una de las crisis más fáciles de definir, más no así de explicar sus causas. Una crisis cambiaria se da cuando *“un movimiento especulativo contra el valor de cambio de una moneda se traduce en una devaluación (o una fuerte depreciación), u obliga a las autoridades a defender la moneda mediante la utilización de un gran volumen de reservas internacionales o un fuerte incremento de las tasas de interés”*¹⁴³. Como se observa, la definición no presume de una alta dificultad para comprenderla (debido a que ya se ha visto en este trabajo de investigación como funciona la especulación), lo que resulta importante es preguntarse cual es el mecanismo bajo el cual actúa el ataque especulativo y el camino que conlleva a la crisis.

Primero es importante mencionar que las crisis cambiarias también se denominan como crisis de balanza de pagos¹⁴⁴ debido a que este tipo de crisis tienen como su principal origen la existencia de un desequilibrio en la balanza de pagos y en la reducción de las reservas internacionales de un país lo que conlleva al posterior colapso del tipo de cambio, esto quedará más claro conforme avanzamos en la exposición del tema.

La literatura y explicaciones teóricas sobre las crisis cambiarias es sumamente amplia, especialmente debido a que nos podemos encontrar con diferentes modelos explicativos, como son:

1. Los modelos de ataques especulativos de primera generación.
2. Los modelos de ataques especulativos de segunda generación, entre los que nos podemos encontrar:
 - Modelos de crisis auto cumplidas.
 - Modelos de efectos de contagio.
 - Modelos de manadas de inversionistas y manipulación de mercados.
 - Modelos de reversión de flujos de capital

La principal diferencia entre ambos modelos consiste en que los de primera generación indican que las crisis de balanza de pagos son causadas por un deterioro importante en los fundamentales económicos de una determinada nación, mientras tanto, los modelos de segunda generación muestran que la crisis cambiaria puede desarrollarse sin un cambio significativo en los fundamentales económicos. Veamos esto con mayor detalle.

Los modelos de ataques especulativos de primera generación.

¹⁴³ FMI “Crisis financieras: Características e indicadores de vulnerabilidad.” En: **World Macroeconomics Outlook** mayo de 1998.

¹⁴⁴ De hecho en el común de la literatura se les denomina de esta manera con mayor frecuencia.

Estos modelos fueron los primeros en intentar darle una explicación teórica a las crisis cambiarias y se basan en el trabajo de Paul Krugman¹⁴⁵ "A model of balance of payments crisis", publicado en 1979 en el **Journal of Money, Credit, and Banking**, y aunque a lo largo de los años varios autores han incorporado ciertas ideas y suposiciones la idea básica se sigue manteniendo¹⁴⁶.

Dicho modelo de Krugman fue inspirado por las crisis cambiarias que acontecieron en América Latina a finales de los años setenta y establece lo siguiente:

- a) Se tiene un banco central que intenta mantener fijo el tipo de cambio.
- b) El gobierno nacional se encuentra bajo déficit público (sus ingresos son menores a sus egresos) el cual lo está financiando por medio de la emisión de dinero.
- c) Dicha emisión de dinero trae como consecuencia una expansión del crédito local por encima de la demanda de dinero y un proceso inflacionario.
- d) Dicho proceso inflacionario trae consigo una continua depreciación monetaria¹⁴⁷.
- e) A pesar de la depreciación de la moneda local, el banco central continua con su compromiso de mantener fijo el tipo de cambio utilizando para tal fin sus reservas internacionales.
- f) Conforme se continúa financiando el déficit con emisión de dinero el monto de las reservas internacionales disminuye a niveles lo suficientemente bajos como para que los agentes económicos consideren riesgoso e inconveniente mantener activos en moneda doméstica y les abre la posibilidad para llevar a cabo un ataque especulativo debido a que se prevé que en un futuro no muy lejano el gobierno no podrá mantener la paridad del tipo de cambio.
- g) Es así como, ante la eventualidad de la pérdida de valor en activos en moneda nacional, los agentes económicos venden activos y compran moneda extranjera ya que saben que la devaluación esperada les traerá una ganancia de capital.
- h) El drástico incremento en la demanda de moneda extranjera drena aun más las ya escasas reservas internacionales y genera el colapso del tipo de cambio ya que la paridad se hace totalmente insostenible y el Banco Central se verá obligado a pasar de un régimen de tipo de cambio fijo a uno de tipo flotante.

Como se observa, en este caso la aparición de la crisis cambiaria se debe a una incongruencia de la política económica del Banco Central ya que resulta imposible mantener un tipo de cambio fijo llevando a cabo una creciente creación de dinero en la economía. De hecho es importante mencionar que la participación de los especuladores acelera y hace más drástica la caída del tipo de cambio, pero si los agentes económicos no llegan a darse cuenta de la situación con anterioridad, la tasa de cambio se mantendría hasta que las reservas se extinguieran y viniera la

¹⁴⁵ El cual se basa en el trabajo de Salant y Henderson de 1978 "Market anticipations of government policies and the price of gold", publicado en el **Journal of Political Economy** 86, en el cual el objeto de especulación es el oro y el precio que intenta mantener fijo el gobierno es el de dicho metal precioso.

¹⁴⁶ Algunas de las más importantes aportaciones posteriores a Krugman pueden verse en Flood y Garber "Collapsing exchange rate regimes: Some linear examples", en **Journal of International Economics**, 1984, y en Obstfeld, M., "Rational and self-fulfilling balance of payments crisis", en **American Economic Review**, 1986.

¹⁴⁷ Considerando que el tipo de cambio en este modelo se determina por el diferencial de precios entre los países entre los que se establece la comparación de sus monedas.

devaluación correspondiente. Por lo tanto, con o sin especuladores, el resultado de la incongruencia en la política económica sería el mismo, sólo que en la realidad siempre nos encontraremos que los especuladores entran al juego y la crisis cambiaria es más drástica.

En el transcurso del tiempo el modelo de Krugman fue ampliado en varias direcciones y algunas de estas ampliaciones han venido a mostrar un hecho sumamente importante: la monetización del déficit público, la depreciación del tipo de cambio y la necesidad del Banco Central por mantener la paridad trae como consecuencia una sobre valorización del tipo de cambio¹⁴⁸. Esta situación de sobre valorización del tipo de cambio trae como consecuencia un deterioro en la balanza comercial ya que se abaratan las importaciones y se encarecen las exportaciones. Como es lógico, para financiar la compra de los bienes extranjeros es necesario pagar en divisas, y dicho pago tendrá como consecuencia el deterioro de las reservas internacionales. Es así como la génesis de una crisis cambiaria tiene tres fuentes: inicia con la monetización del déficit público, se fortalece con la aparición del déficit comercial y se acelera con la participación de los especuladores. Y si el lector es sumamente suspicaz y generaliza el modelo, podrá notar que las crisis cambiarias devendrán de políticas expansionistas que lleven a procesos inflacionarios, a un deterioro de la balanza comercial y que sean combinadas con una política de tipo de cambio fijo.

Los modelos de ataques especulativos de segunda generación.

Los modelos de ataques especulativos de primera generación funcionaron de forma eficiente para explicar las crisis cambiarias que se presentaron a lo largo de la década de los ochenta. Sin embargo, a partir de la crisis del mecanismo cambiario europeo en el año de 1992 surge la necesidad de idear una segunda modelación de las crisis cambiarias debido precisamente a la aparición de crisis en donde los países que las presentaron no observaron fallas considerables en sus fundamentos económicos.

Los nuevos modelos que se presentaron se denominaron como modelos de ataques especulativos de segunda generación y surgen a partir de los trabajos de Maurice Obstfeld en los años 1994 y 1995. Este tipo de modelos muestran como es que un país aún con una divisa fuerte y fundamentos económicos relativamente estables puede sufrir un ataque especulativo y un colapso cambiario. Existen varios modelos de segunda generación, entre los principales podemos encontrar los siguientes:

a) Modelos de crisis "auto cumplidas":

Los modelos de segunda generación indican que puede surgir una crisis cambiaria incluso si las políticas macroeconómicas son congruentes con la defensa de un tipo de cambio fijo, en estos casos se dice que la crisis es de carácter "auto cumplida", es decir, son las acciones de los propios especuladores lo que gesta la crisis, y al momento en que se da el ataque el Banco Central hace precisamente lo que los especuladores desean: devalúa el tipo de

¹⁴⁸ Es decir, en lugar de que el tipo de cambio sea de 2 a 1 se mantiene de 1 a 1 lo que implica que la moneda local está sobrevaluada, se le otorga más valor del que en realidad tiene en relación a la moneda extranjera. En realidad dado que el tipo de cambio real es de 2 a 1 cada unidad de moneda nacional vale 0.5 de moneda extranjera, pero en términos nominales cada unidad de moneda nacional vale una unidad de moneda extranjera, esto es lo que indica la sobrevaluación.

cambio. En los modelos de primera generación el ataque especulativo es el inevitable resultado de políticas macroeconómicas incongruentes¹⁴⁹, mientras tanto, los modelos de segunda generación indican que la crisis surge cuando el Banco Central lleva a cabo un abrupto cambio en sus políticas y precisamente este cambio abrupto ocurre cuando se desata un ataque especulativo, si el ataque nunca sucediera el régimen cambiario podría continuar de manera indefinida.

La principal característica de los modelos de crisis “auto cumplidas” es que la devaluación del tipo de cambio se da precisamente por que al Banco Central se le llega a presentar una fuerte disyuntiva (un *trade off*) entre defender o modificar el tipo de cambio. Por lo tanto, según Krugman, estos modelos requieren de al menos tres ingredientes:

- a) Debe de existir una razón para que el Banco Central decida abandonar la defensa de la paridad del tipo de cambio.
- b) Debe de existir, al mismo tiempo, una razón por la cual el Banco Central esté dispuesto a mantener la paridad.
- c) Los costos por defender la paridad serán cada vez mayores a medida en que los agentes económicos esperan o sospechan que la paridad puede ser abandonada.

Aquí lo que conviene realizar primero es preguntarse por que los agentes económicos sospecharían que la paridad del tipo de cambio puede ser abandonada. Esto va a depender de la interacción de los dos primeros incisos, pero sobre todo, de la imposición del primero sobre el segundo, y al respecto nos encontramos nuevamente que las expectativas de los agentes juegan un papel sumamente importante dentro de la historia. Por lo tanto, tanto las expectativas como la credibilidad en el tipo de cambio son sumamente importantes, especialmente porque un tipo de cambio fijo, por lo general, no tiene una credibilidad total. Cuando los incisos a y c se combinan entonces las expectativas de los agentes económicos evolucionan hacia la espera de una devaluación la cual se “auto cumple” debido a que el ataque especulativo drena las reservas internacionales y presiona al tipo de cambio.

Ahora bien, en la economía real pueden existir varios casos en los cuales las autoridades monetarias se ven en la disyuntiva entre devaluar y no devaluar debido a que un tipo de cambio fijo trae consigo ciertas ventajas pero al mismo tiempo una serie de complicaciones al funcionamiento económico, en tal caso, la paridad dependerá de los objetivos planteados por las autoridades. Por ejemplo, un gobierno puede establecer una política de tipo de cambio fijo con el fin de estabilizar los precios pero se enfrenta a un grave problema de desempleo que puede ser solucionado con una política monetaria expansionista. Aquí entonces lo que nos encontramos es que tenemos un motivo para defender la paridad (la estabilidad de precios) y uno para no hacerlo (la política monetaria expansionista traería una devaluación pero disminuiría el desempleo) y la crisis se desatará si los agentes económicos esperan que el gobierno tenga una predilección por atacar el desempleo, es decir, que hay una devaluación en puerta y por ende llevan a cabo un ataque especulativo que acelera y hace más drástica la devaluación dado que se minan considerable y abruptamente las reservas internacionales.

¹⁴⁹ A menos de que éstas sean corregidas.

Otro ejemplo sumamente claro es el que se refiere a las tasas de interés y la fortaleza del sistema financiero nacional. En este caso lo que nos podemos encontrar es que un gobierno desea mantener un tipo de cambio fijo con el fin de no ver incrementada su deuda nominada en moneda extranjera, para tal fin puede optar por defender su tipo de cambio en base al incremento en las tasas de interés que atraiga capitales y aumente el monto de reservas internacionales, sin embargo, las altas tasa de interés pueden, y de hecho lo hacen, generar una contracción económica y aquellos agentes endeudados ven incrementada su deuda con el sistema financiero, se puede pasar a un sistema bancario frágil (especulativo o ponzi) y correr un serio peligro de crisis bancaria. En tal caso el gobierno se enfrenta con la correspondiente disyuntiva: mantener el tipo de cambio con altas tasas de interés y soportar un colapso financiero interno o devaluar y asumir un aumento en deuda denominada en moneda extranjera. Si los agentes esperan que el gobierno defienda al sistema financiero interno entonces se llevará a cabo el ataque especulativo. Como estos podemos encontrar muchos otros ejemplos que validen los modelos de crisis "auto cumplidas".

b) Modelos de efectos de contagio:

Son los modelos más sencillos de explicar y se basa en que la devaluación de un país *A* conduce a sus socios comerciales a llevar a cabo una subsiguiente devaluación con el fin de evitar una pérdida en la competitividad. Es así como aunque los fundamentales económicos de los países no presenten ningún problema sí podrían presentar una crisis cambiaria si es que ésta a ocurrido en un país con quien se tengan ciertos vínculos comerciales. Otra explicación es que los inversionistas tienden a agrupar a ciertos países según reúnan características similares y por lo tanto si observan que un país de determinado grupo sufre una crisis cambiaria bajo la presión de un ataque especulativo, suponen que los países "pertenecientes" a dicho grupo no serán capaces de defender su moneda y terminarán atacándola provocando la devaluación subsiguiente en estos otros países.

En forma más general, los factores que explican por que las crisis cambiarias pueden aparecer al mismo tiempo en varios países son los siguientes:

- Por conmociones comunes: Es decir, algún cambio negativo en las condiciones económicas mundiales que afecten a varios países y que presionen su tipo de cambio. Algunas de estas conmociones pueden ser un aumento en las tasas de interés mundiales, una fuerte desaceleración de la demanda agregada mundial, o fuertes cambios en la competitividad.
- Por los efectos secundarios sobre el comercio internacional: Es la explicación más común e implica que cuando un país sufre una fuerte devaluación entonces sus productos en el exterior se abaratan, aumentan sus exportaciones y se reducen sus importaciones ya que los productos provenientes del exterior se encarecen. Por lo tanto los socios comerciales de dicho país sufren un deterioro en su balanza comercial (ahora ellos importan más y exportan menos) lo que los puede conducir a una devaluación con el fin de recuperar su competitividad.
- Por las relaciones financieras: Si uno o más países se ven afectados por una crisis cambiaria entonces los inversionistas pueden decidir reestructurar sus carteras con el fin

de reducir sus riesgos cambiarios, aumentar su liquidez, etc. Por lo tanto, algunos países pueden sufrir de salidas de capitales dado dichas re estructuraciones de carteras.

- Por los cambios en las actitudes de los inversionistas: Es decir, por los ataques especulativos de los inversionistas que suponen que cuando un país ha sufrido una crisis cambiaria otros países no podrán defender su moneda y la atacarán.

c) Modelos de manadas de inversionistas y de manipulación del mercado:

Dentro de estos modelos se establece que los mercados financieros son ineficientes y que existe la posibilidad de una venta masiva de moneda doméstica derivada de un comportamiento gregario por parte de los agentes económicos. El que exista una estampida de inversionistas supone a su vez que existen grandes agentes inversionistas que dado su alto monto de inversión tienen la capacidad de manipular y dirigir el mercado. Por lo tanto, si es que estos grandes inversionistas detectan la posibilidad de una devaluación y con ésta la posibilidad de ganancias por medio de la especulación de moneda extranjera, el ataque especulativo se acelerará y se hará más intenso.

d) Modelos de reversión de flujos de capital:

Conjuntamente a los modelos de manadas de inversionistas, manipulación del mercado y crisis "auto cumplidas", a últimas fechas la literatura sobre las crisis cambiarias se ha centrado en un nuevo pero sumamente importante aspecto: el papel de los flujos de capital. Como se ha podido observar en los últimos años y en las últimas crisis cambiarias, como la mexicana de 1994 y la asiática de 1997-98, los flujos de capital, en especial los de corto plazo, se han convertido en una fuente de inestabilidad cambiaria.

Esto se debe a que una constante entrada de capitales a un país generan un incremento en las reservas internacionales de éste y por ende una fuerte apreciación del tipo de cambio, es decir, se fortalece la moneda local. Sin embargo, la liberalización de la cuenta de capitales le permite a los inversionistas, en especial a aquellos que invierten a corto plazo, extraer repentinamente sus inversiones y con esto drenar en forma drástica las reservas internacionales y traer consigo la crisis cambiaria. Los motivos por los que los inversionistas decidan sacar sus inversiones de un país en forma drástica pueden ser varios, las propias expectativas de devaluación que desvalorizarían su capital, la posibilidad de ganancias en otros destinos, o incluso situaciones que se explican en los modelos de ataques especulativos de segunda generación anteriormente mencionados.

Otra posibilidad es que la crisis cambiaria se deba a que la entrada de capitales provoque un auge crediticio, en el consumo y déficits exagerados en cuenta corriente. Con esto, el auge crediticio puede traer problemas de sobre endeudamiento en moneda extranjera y el déficit en cuenta corriente merma de las reservas internacionales, ambas situaciones podrían generar un eventual colapso de la moneda local.

Resumiendo, los países que sufren crisis cambiarias pueden adolecer de los siguientes problemas:

- Problemas de situación externa, como son una sobrevaluación del tipo de cambio, un déficit en cuenta corriente amplio (mayor a 2% del Producto Interno Bruto), una alta relación de deuda externa a corto plazo con deuda externa total, etc.
- Problemas de desequilibrios macroeconómicos internos como son altas tasas de interés, un sistema financiero frágil, una desaceleración económica y una alta razón pasivos bancarios reservas internacionales.
- Problemas de bajo crecimiento del producto que hacen más insostenibles los déficits en cuenta corriente o fiscales o que lanzan la señal de una posible y eventual baja de la tasa de interés para reactivar la economía.
- Problemas de aumento en el crédito interno que generan problemas inflacionarios, de cuenta corriente o de fragilidad financiera.
- Problemas de vínculos comerciales, financieros y contagio en cualquiera de sus modalidades.

Estas situaciones, algunas de ellas en combinación y otras por sí solas, merman las reservas internacionales o aumentan las expectativas de devaluación y de ataques especulativos.

Ahora bien, ¿Cuáles son los efectos macroeconómicos de las crisis cambiarias? La literatura común es clara en indicar que una devaluación trae como resultado un proceso de crecimiento económico. La explicación a esto es que la devaluación aumenta la competitividad disminuyendo el nivel de importaciones y aumentando el de exportaciones lo que genera un efecto expansivo en la economía doméstica. Pero entonces, ¿Por qué por lo general los efectos de una crisis cambiaria son una desaceleración en la actividad económica? La respuesta la encontramos en las políticas aplicadas después de la crisis. Por lo general encontramos tres posibles respuestas de política económica después de una crisis cambiaria:

- a) Políticas antiinflación: Una devaluación encarece las importaciones y por ende se encarecen aquellos productos que incorporen en su elaboración algún insumo de importación, por lo tanto, uno de los principales impactos de la crisis cambiaria es un proceso inflacionario. Entonces, por lo común, los gobiernos suelen aplicar políticas para desacelerar el crecimiento económico y así atacar la inflación.
- b) Política monetaria restrictiva: Se lleva a cabo para limitar la depreciación de la moneda y para elevar las tasas de interés y atraer capitales, incrementar las reservas internacionales y fortalecer el tipo de cambio.
- c) Políticas recesivas: Para reducir la demanda por importaciones y así disminuir los requerimientos de moneda extranjera para financiar su compra. También se llevan a cabo para restaurar la confianza de los inversionistas y entren capitales al país.

Por lo tanto, aunque los modelos comunes ortodoxos establezcan que una devaluación trae beneficios, la realidad es que generan una contracción económica dado las políticas recesivas aplicadas a fin de reducir los efectos de la crisis y sin olvidar los graves problemas financieros que se pueden ocasionar por la devaluación al aumentar las obligaciones denominadas en deuda extranjera, tanto las privadas como las soberanas.

2.2.3.3.3 Crisis de contagio bursátiles.

En un apartado anterior se vio como se genera una crisis bursátil nacional, pero uno aspecto importante de este tipo de crisis es que puede transmitirse de un país a otros mediante un proceso de contagio similar al que se observa en las crisis cambiarias. Según Charles Kindleberger¹⁵⁰ existen varios canales por los cuales una crisis bursátil que se ha generado en un país puede ser transmitido a otros. Algunos de estos mecanismos que menciona son los siguientes:

- a) El contagio del auge y el pánico. En un principio sería lógico pensar que la caída bursátil en un país debe de generar un auge bursátil en otro debido a que los capitales se trasladarían de un país a otro. Pero el que en ocasiones nos podamos encontrar con una caída bursátil simultánea en varios países puede deberse a efectos puramente psicológicos en donde un auge bursátil en un país puede engendrar una burbuja bursátil en otros por que la euforia se traspasa las fronteras e impulsa la especulación en otros países, y así mismo sucede cuando aparece el pánico y el crack bursátil en el país *A* trae un efecto de pánico en los inversionistas de otros países y así la crisis bursátil de *A* se transmite a otros países.
- b) Efectos por comercio internacional de títulos bursátiles. Los títulos accionarios se negocian no únicamente a niveles nacionales, existen toda una gama de títulos, especialmente de grandes empresas transnacionales, que se negocian simultáneamente en diferentes mercados y, por lo tanto, la caída en sus cotizaciones en un país puede reflejarse en otros mercados y tener un efecto de "arrastre".
- c) Mecanismos monetarios. Un auge puede iniciar, como ya se vio, debido a una expansión monetaria y puede ser transmitido a otros países por medio de los flujos de capital. Cuando la expansión monetaria llega a su fin en el país inicial y el auge finaliza dando paso a una depresión financiera, posiblemente al pánico y al subsiguiente crack, la baja en los flujos de capital en los países anteriormente receptores puede tener los mismos efectos.

2.2.4 Crisis financieras sistémicas

Uno de los aspectos más comunes y más interesantes de las crisis financieras es que no suelen aparecer en forma aislada en cada una de sus modalidades sino que nos podemos llegar a encontrar con que se desata una crisis financiera sistémica, es decir, una crisis financiera en la cual, dado los distintos mecanismos de transmisión existentes en la economía, se pueden dar al mismo tiempo las diversas manifestaciones de una crisis¹⁵¹.

Como ya vimos la forma en que surge cada una de las crisis financieras existentes en lo que nos centraremos en esta sección es en analizar cada uno de los mecanismos de transmisión que nos pueden ayudar a establecer como es que las perturbaciones financieras en algún sector pueden afectar a todo el sistema.

¹⁵⁰ Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracks: Historia de las crisis financieras** Editorial Ariel Económica. España 1991

¹⁵¹ Al respecto, basta con que se presenten dos tipos de crisis financieras simultaneas para establecer una crisis sistémica.

Estableceremos los mecanismos de la siguiente manera¹⁵²:

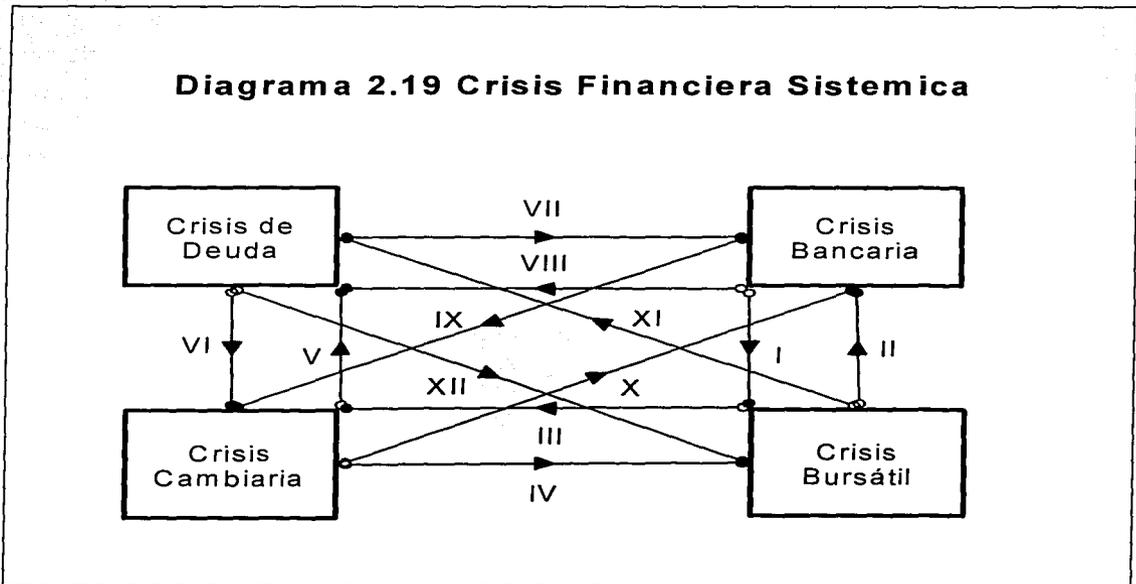
- I. De crisis bancaria a crisis bursátil: Una crisis bancaria, primeramente, genera una recesión económica que, por supuesto, se refleja en el precio de las acciones dado que se generan expectativas de una reducción de los ingresos futuros de las empresas por lo que aparecen expectativas, bien fundamentadas, de depresión bursátil que puede desencadenar un pánico y el crack.
- II. De crisis bursátil a crisis bancaria: En este caso la drástica caída bursátil genera un deterioro en los activos bancarios que, como ya vimos, puede generar una crisis bancaria por el lado de los activos.
- III. De crisis bursátil a crisis cambiaria: Entre el mercado bursátil y el mercado cambiario existe una estrecha relación debido a los efectos de la entrada de capitales. Como vimos, una entrada de capitales a un país a invertir en bolsa trae un auge, cuando éste se traduce a una crisis los capitales emigran, salen del país, se reduce el nivel de reservas internacionales y puede generarse una crisis cambiaria.
- IV. De crisis cambiaria a crisis bursátil: Al igual que en el caso anterior, si la crisis se presenta primero en el mercado cambiario habrá una salida de capitales que pueden extraer sus inversiones de bolsa y provocar la crisis bursátil.
- V. De crisis cambiaria a crisis de deuda: Este mecanismo ya lo vimos brevemente con anterioridad y consiste en que una crisis cambiaria puede traer un aumento en la deuda denominada en moneda extranjera, problemas de insolvencia, iliquidez, y crisis de deuda.
- VI. De crisis de deuda a crisis cambiaria: Cuando se presenta una crisis de deuda y el país no cuenta con recursos para financiar su déficit comercial creciente, la forma común y más recurrida para cerrar dicho déficit será efectuando una devaluación, la cual puede ser lo suficientemente grande, dependiendo del tamaño del déficit, como para considerarse como una crisis cambiaria.
- VII. De crisis de deuda a crisis bancaria: Una incapacidad en el pago de la deuda externa puede traer una crisis bancaria debido a que se pueden suspender no sólo los pagos externos sino también los internos.
- VIII. De crisis bancaria a crisis de deuda: El mismo caso que el anterior pero en sentido contrario.
- IX. De crisis bancaria a crisis cambiaria: En este caso lo que nos podemos encontrar es que el aumento en la fragilidad del sistema bancario en un régimen de tipo de cambio fijo puede

¹⁵² Tomaremos primero los mecanismos de transmisión en torno a las consecuencias que generan cada crisis y tratando de no hacer una explicación cíclica o tautológica, es decir, por ejemplo, una crisis cambiaria se puede deber a una crisis bancaria, para establecer esta conexión supondremos que la crisis bancaria no se da por una crisis cambiaria, sino por algunos otros factores. Un poco más adelante veremos como se gesta una crisis financiera sistémica en base a una consecuencia común: la recesión económica precrisis.

provocar un ataque especulativo de segunda generación si es que se presenta alguna disyuntiva como la que se explico en la sección anterior. Además de que una crisis bancaria puede deberse a una fuerte entrada de capitales que posibiliten un auge de crédito y al llegar a la crisis bancaria los pagos de préstamos bancarios se frenan y aumenta la demanda de moneda extranjera para pagar (se aumenta la demanda tanto de los prestamistas de los bancos como de los propios bancos ya que también tienen la posibilidad de endeudarse en moneda extranjera) y por consecuencia una eminente devaluación del tipo de cambio.

- X. De crisis cambiaria a crisis bancaria: Una crisis cambiaria puede traer como consecuencia una crisis bancaria debido a que se puede aumentar el monto de deuda de las empresas apalancadas en moneda extranjera.
- XI. De crisis de bursátil a crisis de deuda: La crisis bursátil puede implicar la salida de capitales del país y con esto falta de recursos para el pago de la deuda.
- XII. De crisis de deuda a crisis bursátil: En este caso son las expectativas las que juegan un papel sumamente importante ya que el anuncio de moratoria por parte de un país reduce la confianza de los inversores y pueden decidir abandonar dicho mercado y precipitar la caída de la bolsa y una crisis bursátil.

Por lo que debido a estas relaciones podemos tener una crisis financiera sistémica que en forma de diagrama podría desencadenarse de todas las siguientes maneras:



Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, también puede darse el caso que la crisis financiera sistémica no se deba a los mecanismos de transmisión mencionados sino a una causa común que es una recesión económica.

A lo largo del trabajo en diferentes partes se ha expuesto que un auge económico trae buenas expectativas y confianza en los agentes económicos lo que puede tener como algunas consecuencias:

- a) Auges crediticios.
- b) Auges bursátiles.
- c) Entrada de capitales del exterior (a invertir en diferentes rubros o como préstamos para financiar)
- d) Déficit comercial.
- e) Inflación.
- f) Sobre valuación del tipo de cambio (en dado caso que se establezca una política de cambio fijo)

Como sabemos una situación de auge no durará por siempre y paulatinamente el sistema financiero pasará de una situación robusta a una frágil. Al momento en que el auge se empieza a tornar en desaceleración y recesión nos encontraremos con las principales características de la recesión, el alza en las tasas de interés, la contracción monetaria y la reducción en los niveles de producción no sólo pueden traer un único tipo de crisis financiera sino todas ellas al mismo tiempo debido a que se afecta la capacidad de pago de las empresas endeudadas, bajan los precios de los títulos bursátiles, se afecta la capacidad exportadora y se aumentan las expectativas negativas y el nerviosismo de los agentes en el mercado cambiario. Por lo tanto, la recesión más las expectativas, el nerviosismo financiero y la aparición de la fragilidad financiera y algún caso de crisis que retro alimente la recesión y el nerviosismo de los agentes económicos genera una crisis financiera sistémica.

CONCLUSIONES

Se estudió en este capítulo uno de los aspectos más interesantes dentro de la literatura e investigación económica: la crisis, y más específico, las crisis financieras. Sin embargo para poder entender mejor y más concretamente este fenómeno económico nos hemos tenido que remitir a unos pasos más atrás en el estudio y primeramente analizar uno de los temas más discutidos en la ciencia económica, la inestabilidad.

Es así como en este segundo capítulo, primero nos adentramos en un interesante debate entre las tres principales escuelas del pensamiento económico. Primeramente se estudió la teoría ortodoxa que considera que la economía, bajo ciertos supuestos simplificadores de la realidad, por lo general se encuentra en un equilibrio estable y que mediante los mecanismos del mercado cualquier perturbación que la aleje de dicho equilibrio únicamente traerá un desequilibrio de carácter temporal ya que encontrará un nuevo equilibrio o en su defecto regresará al equilibrio anterior. Mientras tanto, las escuelas marxista y heterodoxa consideran que una economía capitalista, que se maneja bajo un esquema de mercado, es inherentemente inestable. Pero la fuente de la inestabilidad en ambas concepciones es distinta, en Marx se debe a la explotación de una clase sobre otra y la peculiar relación enfermiza que establece el capital con el fin de reproducirse, mientras que en los heterodoxos, la inestabilidad deviene de las complejas relaciones financieras existentes entre los agentes económicos y de la propia inestabilidad de los mercados financieros y el sector monetario de la economía.

Por lo tanto, dado que lo que nos interesa estudiar son las crisis financieras nos centramos en los procesos que estudian la inestabilidad desde el punto financiero. Al respecto concluimos que dadas las relaciones financieras que se manejan en una economía de mercado, tarde o temprano el sistema financiero pasa de un estado robusto a una situación de eminente fragilidad, y a partir de ahí, a un latente peligro de crisis financiera. A su vez revisamos algunas de las interpretaciones teóricas principales sobre las crisis financieras y se vio en cada una de ellas que este especial tipo de crisis estallan y son más graves y sus efectos más devastadores si es que el sistema financiero se encuentra en una posición endeble y que la crisis estallará, en cualquiera de sus expresiones (bancaria, bursátil, internacional o sistémica) si existe algún shock (incluyendo aquellos que devienen de un proceso especulativo) que la desencadene o por la propia desaceleración del auge económico y la entrada a un período de recesión y contracción económica, que se ve intensificado por la propia crisis, o que de hecho, la recesión puede empezar por la aparición de la crisis financiera y retro alimentar un proceso crisis – contracción económica – crisis – contracción económica que repercutan en un período de depresión sumamente profundo.

Ahora, con el marco teórico obtenido, podemos adentrarnos a un caso de estudio en particular: el caso de México y las recurrentes crisis financieras que ha experimentado a partir de 1982.

CAPÍTULO 3. - MÉXICO. ENTRE EL CAMBIO ESTRUCTURAL Y LAS CRISIS FINANCIERAS RECURRENTE. 1980 - 1994.

Los estudios e investigaciones acerca de las crisis financieras han proliferado no sólo debido a un interés puramente intelectual, el verdadero trasfondo es que en las tres últimas décadas del siglo XX este tipo de episodios han interesado a una gran cantidad de investigadores debido a que han aparecido en forma recurrente en una gran cantidad de formas y en muy diversos países, especialmente en aquellos con un bajo nivel de desarrollo económico.

Desafortunadamente uno de los tantos países que se han visto envueltos en más de una crisis financiera es el nuestro. México ha atravesado en menos de 15 años por tres crisis financieras de suma importancia: la crisis de la deuda en 1982; la crisis bursátil de 1987; y la crisis de 1994. Cada una de estas crisis presenta características diferentes y es por ello que se deben estudiar por separado, pero antes de ello debemos de analizar uno de los puntos principales e importantes acerca de las características que definen al capitalismo de finales del siglo XX y que nos ayudará a comprender de una mejor y más completa forma los acontecimientos que han generado las diversas crisis financieras no únicamente en México sino también en muchos diversos países: las transformaciones en el sistema monetario internacional, desde Bretton Woods hasta los procesos de liberalización y desregulación financiera en años más recientes. La importancia de empezar este último capítulo con las transformaciones en el sistema financiero internacional radica en que son los elementos característicos del período posterior a Bretton Woods lo que ha dotado a los sistemas financieros locales e internacionales de un alto grado de inestabilidad y altos niveles de endeudamiento¹, inestabilidad que se ha visto incrementada por los procesos de liberalización y desregulación financiera de los años ochenta y noventa que se verán un poco más adelante.

3.1 Antecedentes. El sistema monetario internacional de Bretton Woods y su ruptura.

Al igual que al interior de una economía, a nivel internacional es necesario contar con un sistema monetario – financiero que contribuya a mantener la fluidez en los procesos de comercio y a dotar al sistema económico de la suficiente liquidez necesaria para asegurar los propios flujos comerciales, los flujos internacionales de capital y el buen funcionamiento del sistema de pagos. Por liquidez internacional entendemos “*la disponibilidad y características de los medios de pago de la comunidad internacional y también la cantidad y calidad de los medios de pago que posee un país para hacer frente a sus compromisos comerciales y financieros con el exterior*”². Pero a diferencia de las economías nacionales en donde existe una autoridad monetaria única (El Banco Central) que regula la creación de dinero en la economía por parte de los bancos³, un sistema monetario internacional se basa en “*...un acuerdo entre países...*”⁴ en el cual se determinan los límites existentes del crédito internacional que es lo que dota al sistema internacional de liquidez. Al mismo tiempo, un sistema monetario internacional fija las reglas para establecer las paridades

¹ Tanto de agentes privados como de países soberanos y que aún afecta a diversos países en la actualidad aunque bajo nuevas y diversas modalidades.

² Paz, Pedro “Crisis financiera internacional, neoliberalismo y respuestas nacionales”, en: Varios autores. **Banca y crisis del sistema**. Editorial Pueblo Nuevo, México 1983.

³ O al menos intenta regularla.

⁴ Mantey de Anguiano, Guadalupe. **La Inequidad del Sistema monetario Internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo**. UNAM, Facultad de Economía CCH, México 1989.

cambiarías entre las distintas monedas existentes y vigila que dichas reglas establecidas sean cumplidas.

Ahora, ¿Quién otorga dichos créditos y dota al sistema de liquidez? Tradicionalmente, han sido las instituciones bancarias de los países desarrollados los principales generadores de liquidez internacional, por supuesto, multiplicando la base monetaria generada por sus gobiernos. El que esto sea así se debe a que son las monedas (y medios de pago denominados en ellas) de dichos países las que son aceptadas como medios de pago internacionales debido a que cuentan con una mayor confianza⁵ por parte del público y gobiernos soberanos participantes en los mercados comerciales y financieros internacionales y, por lo tanto, se utilizan como *dinero internacional* y por ende, cada país o agente económico puede utilizarlas como medio de cambio, medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor pero en esta ocasión para llevar a cabo sus operaciones internacionales, comerciales o financieras.

A lo largo de la historia el sistema monetario internacional ha sufrido varias modificaciones en función de las condiciones imperantes en la economía mundial y en las necesidades de liquidez internacionales. Es así como se ha pasado por diferentes etapas como son el patrón oro clásico⁶, el patrón oro en barras⁷, el patrón oro cambio⁸, **el Sistema Bretton Woods**⁹, y, por último, en un sistema en el cual las monedas están desvinculadas de un patrón de convertibilidad objetivo.

El fuerte proceso de globalización e inestabilidad financiera que se ha observado desde la década de los setenta viene definido a partir de los acontecimientos que se presentaron durante el sistema Bretton Woods y su posterior ruptura.

Después de la Primera Guerra Mundial los países que participaron en ella implementaron fuertes políticas restrictivas al comercio internacional con el fin de aumentar su crecimiento económico,

⁵ Y para estos países desarrollados es importante mantener la confianza en sus monedas dado que les confiere la capacidad de crear los medios de pago que deseen de acuerdo a sus necesidades y al mismo tiempo le da posibilidades de expansión internacional a sus bancos nacionales.

⁶ En el cual los pagos internacionales se realizan con *dinero mercancía* y *dinero dirigido* cuyo patrón objetivo era el oro (remitirse al capítulo primero para recordar estas definiciones). La utilización del papel moneda bajo un patrón de convertibilidad fijo en oro permitió aumentar la liquidez internacional siempre y cuando el papel moneda se encontrara respaldado en oro. Bajo este tipo de sistema monetario internacional, un país pierde o gana cierta cantidad de oro dependiendo de en si sus operaciones internacionales es superavitario (gana) o deficitario (pierde). Al mismo tiempo, como los países debían asegurar la convertibilidad de su papel moneda en oro cuando perdían oro por sus transacciones comerciales al incurrir en déficit, elevaban su tasa de interés con el fin de atraer capitales y evitar la pérdida de oro.

⁷ Durante la Primera Guerra Mundial los países que intervinieron en el conflicto emitieron papel moneda en forma excesiva con el fin de financiar sus pagos necesarios y, por supuesto, dicho exceso de papel moneda no tenía el suficiente respaldo en oro y se mermo la confianza del dinero que circulaba internacionalmente. Dicha indisciplina monetaria ocasionó la búsqueda de un nuevo patrón y es entonces cuando surge el patrón oro en barras. Con este patrón se retiró el oro en circulación y se determinó que las monedas y billetes mantuvieran su convertibilidad sólo en barras de oro de cierto peso. Con esto lo que se buscó fue que el público en general no pudiera atesorar oro y que éste sólo se encontrara concentrado en los bancos centrales y que estos "custodiarán" la convertibilidad de las monedas. También se estableció que, dada la dificultad de trasportar la barras de oro en las grandes transacciones comerciales, cada país debía mantener saldos bancarios en otros países como mecanismo de compensación.

⁸ En este caso los bancos centrales no solo mantenían como reservas internacionales cantidades de oro sino también monedas vinculadas a ese metal y por ende podían exigir su convertibilidad a otros bancos centrales.

⁹ Un perfeccionamiento del patrón oro cambio.

los niveles de empleo y de no ver mermadas sus reservas en oro, y al mismo tiempo llevaron a cabo devaluaciones competitivas con el mismo fin no perder reservas de oro por un déficit comercial, pero al mismo tiempo, aquellos países que tuvieron superávit y con ello acumulación de oro no llevaron a cabo la expansión monetaria correspondiente para no afectar el valor de sus monedas. Las situaciones anteriormente mencionadas condujeron a una recesión y a una Segunda Guerra Mundial lo que significó un fracaso del patrón oro cambio y por ende se busca un nuevo orden en el sistema monetario internacional con el fin de reformar el patrón oro cambio y buscando estimular el comercio internacional, promover la recuperación económica, la estabilidad cambiaria y tener un sistema monetario internacional que no estuviera atado a circunstancias particulares de la producción de oro.

Es así como en el año de 1944 en la Conferencia de Bretton Woods se establece un nuevo acuerdo de funcionamiento del sistema monetario internacional estableciendo lo siguiente:

1. Adopción de un patrón oro cambió bajo los siguientes aspectos:
 - Las reservas internacionales estarán constituidas por oro, dólar y, cuando se requiera, por libra esterlina.
 - Se estableció un sistema de tipos de cambio fijos en donde Estados Unidos se comprometía a mantener una paridad de 35 dólares por onza, mientras que el resto de los países sostendrían cierta convertibilidad establecida de sus monedas en torno al dólar.
 - Los países únicamente podrían modificar su paridad cambiaria cuando se presente un desequilibrio fuerte en su balanza de pagos y sólo se podría mover en un 1% hacia arriba o hacia abajo.
 - Se permitía la conversión a oro de los saldos de moneda de un país a otro.
2. Creación del Fondo Monetario Internacional (**FMI**), organismo financiero internacional cuyo objetivo era el de actuar como un banco central global encargado de otorgar créditos a países con déficit comercial externo con el fin de mantener la liquidez y comercio internacionales así como dar continuidad a los pagos.
3. Se crea el BIRF (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, hoy **Banco Mundial**) bajo la concepción de ser un banco de fomento en donde sus créditos contribuirían a aumentar la liquidez internacional y promover el desarrollo económico.
4. Los recursos del FMI y el Banco Mundial tendrían como fuente las cuotas pagadas por lo países miembros. Las cuotas pagadas por cada país se establecieron por diversos criterios pero principalmente en base a la participación que cada uno tuviera en el comercio mundial, así, aquellos países con una mayor participación pagan una mayor cuota pero tienen acceso a un mayor monto de crédito ya que éste se establece como un múltiplo de la cuota pagada.

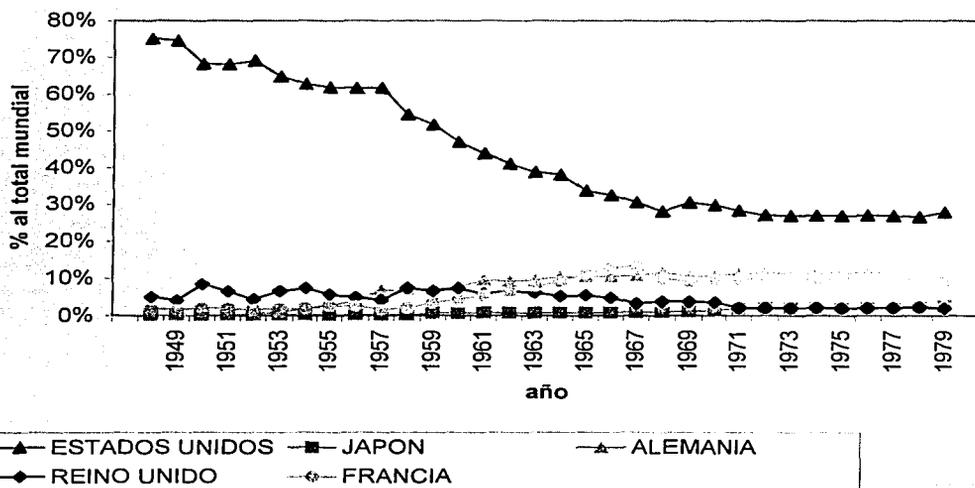
Este acuerdo, en esencia, reflejaba los intereses de Estados Unidos con el fin de asegurar su hegemonía mundial dado que a con su instauración; su moneda (el dólar) pasa a ser el eje del sistema monetario internacional y sería utilizada como el principal numerario para llevar a cabo

las transacciones internacionales y como principal activo de reserva; la adopción de paridades fijas evitaba que otros países utilizar el tipo de cambio con fines competitivos; y tendría "control" de los recursos del FMI dado que al ser el país con mayor cuota otorgada era el único con derecho a veto y su posición era decisiva en el nombramiento de las autoridades del Fondo.

Esta situación, de alguna forma, estaba justificada dado que en el año en que se establece el acuerdo de Bretton Woods (1944) la economía estadounidense se encontraba a la cabeza en los niveles de progreso técnico, productividad, dotación de recursos naturales y, especialmente, mantenía las tres cuartas partes del oro monetario mundial en su poder, como se puede observar en la gráfica 1.¹⁰

GRAFICA 1

ACERVOS DE ORO EN LOS PRINCIPALES PAÍSES INDUSTRIALIZADOS. 1948-1979



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

Además, dicha situación le permitía a los Estados Unidos endeudarse prácticamente sin límite para financiar su déficit en balanza de pagos¹¹ siempre y cuando la cantidad de reservas de oro de Estados Unidos respaldarán dicho endeudamiento o que el resto del mundo lo aceptara¹².

¹⁰ Desafortunadamente únicamente contamos con datos del FMI a partir del 1948, pero como se observa en la gráfica 1, la tenencia de oro de Estados Unidos era evidentemente superior al resto de los países industrializados y superaba el 70% del total mundial.

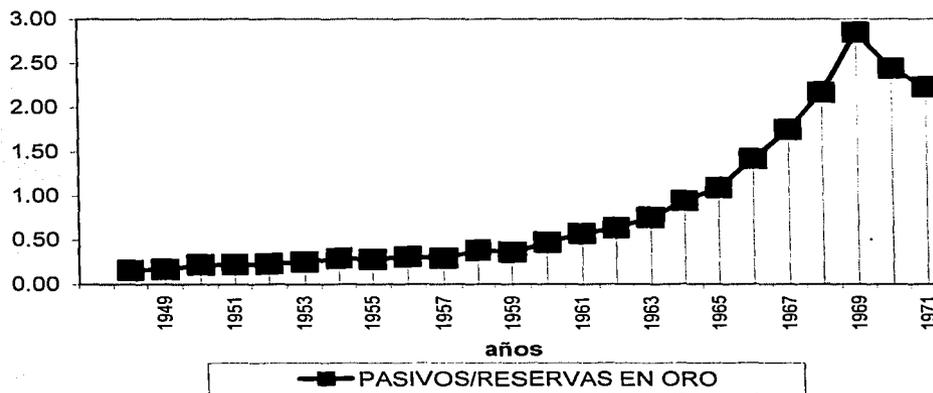
¹¹ Que bajo el esquema Bretton Woods forzosamente existiría ya que solo así Estados Unidos podría dotar de liquidez al sistema.

Bajo el esquema planteado el sistema monetario de Bretton Woods pasó por tres fases:

- a) 1944 – 1967: Funcionamiento relativamente “estable” del sistema.
- b) 1967 – 1971: Debilitamiento del dólar y del sistema.
- c) 1971 – 1973: Quiebra del sistema.

En el primer periodo las fuentes de liquidez internacional se ampliaron incluso de forma moderada, tanto así que inclusive se discutió la manera de incrementar dichas fuentes y aumentar los medios de pago internacionales. Sin embargo, a partir del año de 1960, tan solo los pasivos de la banca comercial estadounidense eran 75% mas grandes que sus reservas en oro y año con año fueron creciendo (como lo muestra la gráfica 2) tanto así que para el año de 1971 los pasivos de la banca de Estados Unidos eran 2.23 veces más grandes que las reservas en oro¹³.

GRAFICA 2
RELACIÓN PASIVOS DE LA BANCA
ESTADOUNIDENSE ENTRE RESERVAS EN ORO.
1948-1971



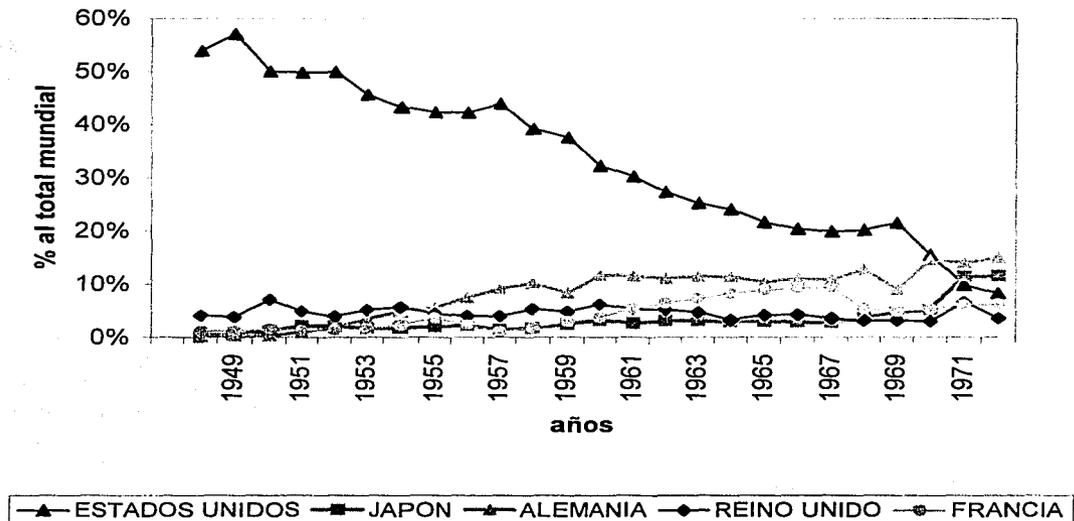
Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

¹² De hecho, en la primera etapa del sistema Bretton Woods se aceptó el fuerte déficit en balanza de pagos de Estados Unidos debido a que su balanza comercial era superavitaria muy por encima del resto de los países industrializados (ver cuadro A - 1.10 del anexo estadístico) y porque las salidas de capital representaban programas de ayuda y asistencia e inversión que favorecían a los países europeos.

¹³ Para los datos remitirse a los cuadros del anexo estadístico (cuadro A - 1.4)

A esto se le añade el hecho de que de 1960 a 1971 la participación porcentual de Estados Unidos en el total de reservas internacionales y de acervos de oro disminuyó en una medida bastante considerable al pasar de casi el 50% a poco menos del 10% en el caso de las reservas en oro, y para el caso de las reservas totales del 32.28% al 9.87%. Incluso, dicha caída se observa a partir de finales de los cuarenta, como se observa en la gráficas 1 y 3.

GRAFICA 3
RESERVAS INTERNACIONALES DE LOS PRINCIPALES PAISES INDUSTRIALIZADOS. 1948-1972



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

Y en datos más concretos, los acervos de oro de Estados Unidos pasaron de 24, 399,000 a 10,206,000 miles de dólares de 1948 a 1971, lo que implica una reducción de más de la mitad ¹⁴.

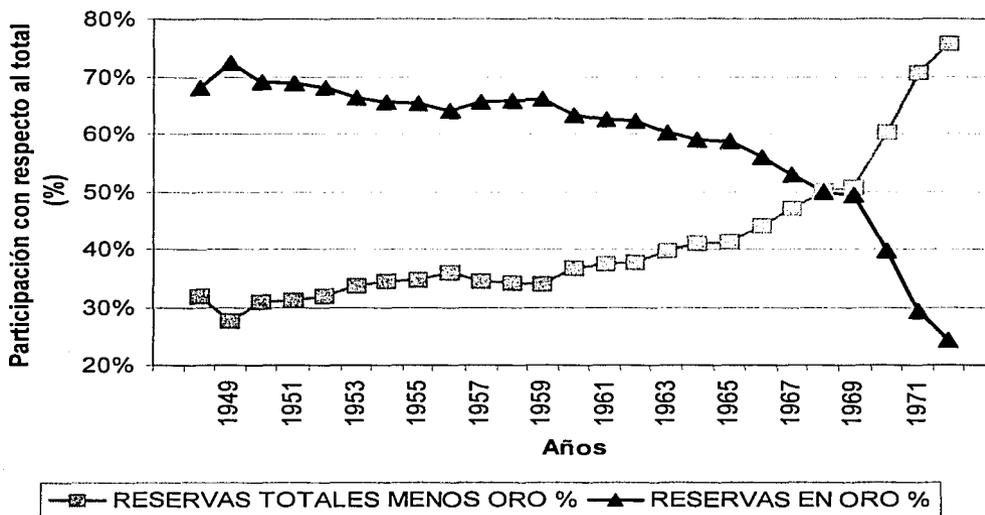
Y al mismo tiempo, en el total de las reservas internacionales mundiales el oro disminuyó considerablemente su participación, lo que implicó que las divisas, en especial los dólares, eran el activo principal de reserva (ver gráfica 4).

¹⁴ En millones de SDRs o en miles de onzas Troy la relación es similar como se puede ver en los cuadros A - 1.1, A - 1.2 y A - 1.5 del anexo estadístico.

Esto implicó que la confianza depositada en el dólar - que había impedido su devaluación con respecto a los 35 dólares por onza de oro - se empezara a ver seriamente mermada debido a que era por demás evidente que el acervo de oro estadounidense no era suficiente para asegurar la convertibilidad del papel moneda en circulación.

GRÁFICA 4

PARTICIPACIÓN DEL ORO DENTRO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES TOTALES MUNDIALES



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

Todavía hasta el año de 1967 Estados Unidos logró mantener la paridad de 35 dólares por onza de oro y evitar ataques especulativos a su moneda gracias a varios acuerdos internacionales que surgieron con el fin de no devaluar el dólar, como fue el llamado "pool del oro"¹⁵.

Sin embargo, para el año de 1965 Europa inició una fuerte lucha abierta contra Estados Unidos por la hegemonía monetaria mundial¹⁶, en ese año, Francia anunció que únicamente exigiría oro

¹⁵ Acuerdo que nació en 1961 en el cual los Bancos Centrales de las principales economías intervendrían en el mercado del oro con el fin de defender al dólar. Estos países, entre los que se encontraba Alemania, Reino Unido, Japón y Francia, aceptaron dicho acuerdo debido a que, a pesar de que una devaluación del dólar aumentaba sus tenencias de oro (ya que habían aumentando sus reservas internacionales en papel moneda), significaba una reducción del valor real de sus tenencias de activos denominados en dólares.

¹⁶ Ya que la diferencia de sus reservas internacionales con las de Estados Unidos no eran tan grande como se ve en la gráfica 3.

para saldar sus cuentas internacionales y que “*se oponía a que Estados Unidos continuara endeudándose gratuitamente con el exterior gracias a la confianza en el dólar*”¹⁷ y a que Estados Unidos exportara capital “*que no representa ahorro genuino, sino dinero creado por los bancos*”¹⁸

Por lo tanto, en 1967, cuando se presenta un nuevo ataque especulativo contra el dólar, Francia decide retirarse del “pool del oro”, acción que realizaría también el Reino Unido debido a la devaluación de la libra esterlina en un 14.3%. Para marzo de 1968 ambas situaciones obligaron al resto de los países pertenecientes al “pool” a utilizar oro únicamente para llevar a cabo transacciones entre Bancos Centrales y se establecieron dos mercados para el oro, uno oficial en donde el precio era el de 35 dólares por onza, y el mercado libre de Londres en el cual el precio del oro se determinaba bajo las condiciones de oferta y demanda, en donde incluso a establecerse un precio de la onza de oro igual a 45 dólares por onza.

La inconvertibilidad del dólar y la imposibilidad de Estados Unidos de reducir su déficit de balanza de pagos que continuaba mermando el nivel de sus reservas internacionales empezó a hacer evidente una seria inestabilidad financiera y se observó el peligro de que la liquidez mundial se contrajera dado la falta de confianza en el dólar. Por ello en julio de 1969, bajo el marco de Acuerdo de Río de Janeiro, se estableció la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEGs o SDRs por sus siglas en inglés), medios de pago internacionales distribuidos entre los países sin que significara deuda alguna y que aumentaba la liquidez internacional sin debilitar alguna moneda por incurrir en déficit externo. Sin embargo, dado que los DEGs equivalían al dólar¹⁹ y su implantación únicamente aumento marginalmente la liquidez internacional, el dólar continuó siendo el principal activo monetario internacional.

Además, las actividades de la banca comercial estadounidense mostraron que la posibilidad de iliquidez mundial era un temor infundado e irreal debido a las actividades de las instituciones financieras estadounidenses que a partir de la implantación de los acuerdo de Bretton Woods y buscando “escapar” de las restricciones a la expansión del crédito impuestas por su gobierno decidieron operar fuera de sus fronteras, en países europeos sin restricciones, en donde podían otorgar créditos en dólares sin requerimientos de reservas y como sus depósitos originales eran en dólares tenían la capacidad de multiplicar el crédito en esa moneda prácticamente sin limitaciones. Es así como el euromercado²⁰ no tenía más límite que el de la prudencia bancaria y dotó a sistema internacional de un exceso de liquidez por encima del comercio internacional, lo que indica que dicho exceso de liquidez tenía como fin el que los grupos financieros originarios de Estados Unidos compraran activos reales de otros países.

Se puede observar que a partir de 1948 tan solo los activos externos de la banca estadounidense crecen a una tasa sumamente elevada (a una tasa promedio anual superior al 10%) lo que

¹⁷ Mantey de Anguiano, Guadalupe. **La Inequidad del Sistema monetario Internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo**. UNAM, Facultad de Economía CCH, México 1989

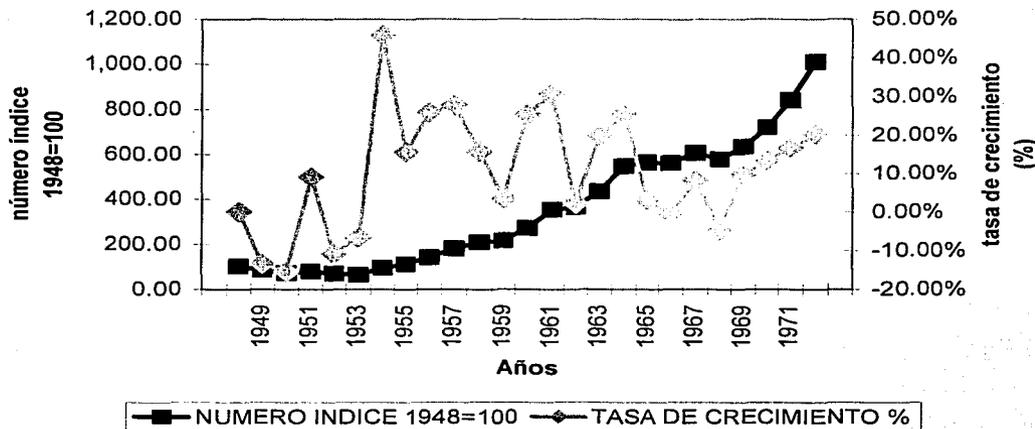
¹⁸ Mantey de Anguiano, Guadalupe. **La Inequidad del Sistema monetario Internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo**. UNAM, Facultad de Economía CCH, México 1989

¹⁹ O éste predominaba en su valuación.

²⁰ Como se le llamó al mercado en cual los bancos norteamericanos no establecidos en Estados Unidos que tenían la capacidad de recibir depósitos en dólares otorgaban créditos esa misma moneda sin tener un requerimiento de reservas y expandiendo la cantidad de dólares en circulación, especialmente en Europa.

determinó que los activos externos de la banca de Estados Unidos en 1972 fueron 10 veces mayores a los que se tenían en 1948²¹, como se ve en la gráfica 5.

GRAFICA 5
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERNOS DE LA BANCA ESTADOUNIDENSE.
1948-1972



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

A finales de la década de los setenta, el exceso de liquidez internacional denominada en dólares sin respaldo en oro, y la creciente desconfianza en el dólar²², que se acompañó de un fuerte proceso inflacionario en los Estados Unidos, llevó a que ese país anunciara el 15 de agosto de 1971, bajo el llamado Plan Nixon, la inconvertibilidad del dólar en oro y se detuvo temporalmente la venta de divisas en el mercado internacional. Más tarde, el 18 de diciembre de ese mismo año, el Grupo de los Diez se reunió en Washington llegando al Acuerdo Smithsonian en el cual se establece la devaluación formal del dólar (en un 7.9%) y debido a que la excesiva liquidez generaba ataques especulativos de capital que no era posible afrontarlos con tipos de cambio fijos “los PI [Países Industrializados] establecieron un sistema de flotación generalizada de monedas de reserva que sustituía al patrón oro cambio acordado en Bretton Woods. ***El oro***

²¹ Pasando de 1,500,000 miles de dólares a 15,170,000 miles de dólares.

²² Que aumentó por la aparición del déficit comercial externo en Estados Unidos en los años 1968, 1969 y 1971 como se puede observar en el cuadro A - 1.10 del anexo estadístico.

había dejado de ser un límite para la expansión de liquidez internacional²³ y se determinó el rompimiento del acuerdo establecido en 1944.

El rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods trajo consigo una serie de factores sumamente importantes entre los que destacan²⁴:

- Un proceso de internacionalización y privatización del capital.
- Transferencia de recursos de la esfera productiva a la esfera financiera ya que hay mayores posibilidades de valorización del capital en esta última.
- Una consolidación y mayor autonomía del capital financiero respecto del capital productivo y comercial.
- Una reducción de la capacidad para controlar la creación de liquidez internacional, así como de la regulación de las relaciones financieras y monetarias internacionales especialmente en los movimientos de capitales.

Es así como, tras la ruptura de Bretton Woods, se inicia una época de “desorden monetario internacional” en donde el capital financiero ha adquirido un margen de autonomía con respecto al capital productivo y es desde entonces el centro de las relaciones económicas internacionales.

Este fenómeno de hegemonía del capital financiero generó un exceso de liquidez e inestabilidad internacional debido a dos factores principales:

- a) La flexibilización de los tipos de cambio y los movimientos de flujos de capital.
- b) Fuertes problemas de sobre endeudamiento.

Respecto al primer punto, se suponía que con un sistema de tipos de cambio flexibles los Bancos Centrales tendrían la capacidad de defender sus reservas internacionales al ajustar el tipo de cambio hacia arriba o hacia abajo según lo requiriera su saldo de comercio exterior, además, se pensaba que se desalentaría la especulación y se neutralizarían los shocks externos, ya fueran positivo o negativos²⁵.

Sin embargo, esto no resultó cierto del todo, la falta de control a los flujos internacionales de capital y los excesos de liquidez aumentaron los flujos especulativos de capital y “...*la masa de recursos líquidos en circulación empezó a moverse en función de las expectativas en la modificación de los tipos de cambio y a ejercer una importante influencia importante en el comportamiento de estos...*”²⁶

Mientras tanto, en lo que respecta al segundo punto, el endeudamiento deviene precisamente del exceso de liquidez generado y que se ha trasladado de la esfera productiva a la esfera financiera.

²³ Mantey de Anguiano, Guadalupe. **La Inequidad del Sistema monetario Internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo**. UNAM, Facultad de Economía CCH, México 1989. Subrayado nuestro.

²⁴ Siguiendo a Pedro Paz.

²⁵ Como lo explica claramente el famoso modelo Mundell – Fleming que incorpora el sector externo al modelo IS – LM. Para mayores referencias ver capítulo segundo de Chapoy Bonifaz, Alma. **Hacia un nuevo sistema monetario internacional** Editorial UNAM IIEc. México 1998.

²⁶ Correa, Eugenia. **Crisis y desregulación financiera**. Editorial Siglo XXI, México 1998.

Menciona Pedro Paz *“se admite que el sistema capitalista tiende a producir, como tendencia general, un excedente monetario por encima de los requerimientos del proceso de acumulación, diferencial que se amplía en los momentos de crisis”*²⁷. Este aumento de liquidez sucede, desde una perspectiva keynesiana, debido a un exceso de ahorro en relación a las oportunidades de inversión productiva²⁸, o, desde la visión marxista, por una crisis de realización, una caída en la tasa de ganancia productiva o un aumento en la composición orgánica del capital que frenan la acumulación y aumenta la cantidad de dinero que se lanza del sistema productivo a la esfera financiera y es así como se empieza a vivir una llamada era de “Globalización Financiera”²⁹ en donde los excesos de liquidez se movilizan de unos países a otros buscando mayores ganancias, expresándose como créditos bancarios o como compra de activos financieros, tanto en el ámbito internacional como en los propios espacios nacionales, y teniendo como contrapartida un alto espiral de endeudamiento, tanto de agentes privados (familias y empresas) como de gobiernos soberanos, como se menciona en el trabajo de Correa³⁰:

“...el crédito internacional creció y se diversificó aceleradamente durante los setenta, pero también creció el crédito nacional, constituyéndose ambos en el soporte de los crecientes déficit públicos y de la actividad de las empresas” y “Los grandes prestatarios del florecimiento del crédito en los setenta fueron las empresas, financieras y no financieras; los gobiernos de los países desarrollados, y, en alguna medida, los países del Tercer Mundo.”

Mientras que Jaime Estay, en el mismo sentido, comenta³¹:

“...al menos desde los años setenta, no sólo en las relaciones internacionales, sino también en el funcionamiento interno de los distintos países, los niveles de endeudamiento de las familias, las empresas y los gobiernos han venido aumentando de manera casi ininterrumpida...” y “En efecto, el escenario mundial presente desde los años setenta en adelante, y en particular los problemas de valorización que lo han caracterizado, además de volver más atractiva la colocación de recursos en los mercados financieros en comparación con las opciones de inversión productiva, empujaron a un endeudamiento masivo a través del cual los distintos agentes económicos buscan soslayar sus dificultades de realización, inversión, consumo, etc., expandiendo su disponibilidad de recursos más allá de lo que por si solo permitían los bajos ritmos de actividad económica, proceso éste que a poco andar encontró sus límites, de tal manera que el mayor endeudamiento fue acompañándose con proporciones cada vez mayores del ingreso que debían ser dedicadas al pago de los intereses y del principal de las deuda previamente contratadas”

²⁷ Paz, Pedro “Crisis financiera internacional, neoliberalismo y respuestas nacionales”, en: Varios autores. **Banca y crisis del sistema**. Editorial Pueblo Nuevo, México 1983, subrayado nuestro.

²⁸ Para remediar dicha situación Keynes proponía la reducción de la tasa de interés o un aumento del gasto público con el fin de estimular la inversión.

²⁹ Que a su vez es forma pare de un proceso de globalización general que busca una salida al deterioro del ritmo de crecimiento de la economía mundial.

³⁰ Correa, Eugenia. **Crisis y desregulación financiera**. Editorial Siglo XXI, México 1998.

³¹ Estay Reyno, Jaime. “La globalización financiera. Una revisión de sus contenidos e impactos” en Ibáñez Aguirre, José Antonio. **Subdesarrollo, mercado y deuda externa. Paradojas de la economía mexicana**. Universidad Iberoamericana, Centro de Estudios de Investigación del Sur este, A. C., México 2000.

Y, por supuesto, México³² se vio inmerso en este escenario y que a la larga desencadenó, en el año de 1982, la llamada crisis de la deuda...

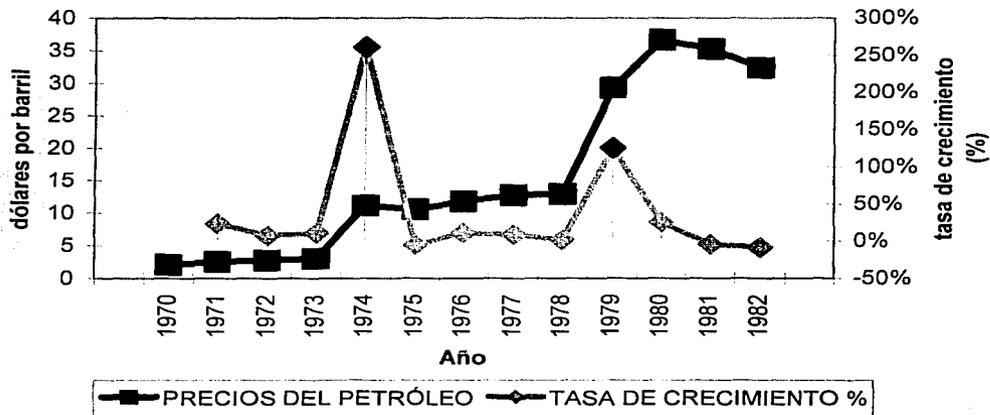
3.2 La Crisis de la deuda 1982.

3.2.1 El contexto general

El exceso de liquidez existente en el mundo impulsó el crecimiento económico de los países industrializados pero al mismo tiempo trajo consigo un fuerte proceso inflacionario el cual se vio agravado en 1973, año en el cual los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) determinan³³ un sorprendente aumento en los precios del petróleo (de 1973 a 1974 se observa un aumento de poco más del 260%) generando el primero de dos shocks petroleros de la década de los setenta (ver gráfica 6).

GRÁFICA 6

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, varios años

Este proceso inflacionario que se menciona provocó que los países desarrollados iniciaran toda una serie de medidas de políticas recesivas precisamente con el fin de aminorar el crecimiento de los precios y, al mismo tiempo, de reducir su consumo de petróleo y sus desequilibrios

³² Y en general los países del Tercer Mundo de América Latina especialmente al participar en los mercados de euro y petrodólares.

³³ Al ver que se deterioraban sus términos de intercambio ante los crecientes precios de sus importaciones y el inexistente aumento de los precios del petróleo durante los veinte años anteriores.

comerciales externos³⁴. Este tipo de políticas trajo a su vez una reducción en la demanda de crédito de aquellas empresas transnacionales que habían recurrido a financiamiento bancario para expandir sus actividades en otros países. Pero la banca privada internacional no tardó en encontrar a los sustitutos perfectos para recibir el exceso de liquidez generada a través de sus operaciones crediticias y continuar con los procesos de obtención de ganancias, mantener sus niveles de operación y continuar con sus procesos de expansión. Esos mencionados sustitutos "perfectos" fueron los países del tercer mundo, incluyendo, por supuesto, a México.

A partir de 1972, algunos países en vías de desarrollo pasaron a convertirse en sujetos de crédito y a ser bien vistos por la banca internacional dado los fuertes incrementos registrados en los precios internacionales de los productos agrícolas y es así como este tipo de países iniciaron un fuerte proceso de acumulación de deuda externa.

Tan solo en lo que se refiere al crédito a largo plazo otorgado por la banca comercial, de 1973 a 1974, se observó un aumento de poco más del 50% y continuó creciendo aceleradamente como se observa en el cuadro A - 2.1 ubicado en el anexo estadístico.

Lo mismo se observa en el gráfico 6 para la deuda externa total³⁵ de todos los países del tercer mundo o en vías de desarrollo, la cual, en todo el período que va de 1970 a 1982 mantuvo un crecimiento sumamente acelerado (aproximadamente del orden del 23.44% promedio anual) a tasas de crecimiento anuales siempre mayores al 15%. Lo que significó que la deuda externa de estos países alcanzara un monto diez veces mayor en 1982 que el que se tenía en 1970.

Sin duda alguna esto representó grandes beneficios a los prestamistas del tercer mundo especialmente porque la gran mayoría de estos créditos se contrataron bajo un esquema de tasa de interés flotante y ésta observó un crecimiento constante durante el período de estudio debido a las políticas económicas implementadas por los países industrializados que al mantener una tasa de interés alta les permitía:

- a) Evitar la fuga de capitales;
- b) Mantener sobrevaluada su moneda al atraer flujos de capital y aumentar sus reservas internacionales;
- c) Controlar la inflación que, como ya mencionamos, era uno de los objetivos de los países industrializados.

Es así como, a tasas de interés flotantes y éstas en continuo crecimiento, los países del tercer mundo se convirtieron en clientes cautivos ya que el servicio de la deuda aseguraba un flujo de capital hacia los países desarrollados y los impulsaba a aumentar aún más las tasas de interés por encima de sus niveles históricos.

Ahora bien, este continuo proceso de endeudamiento se vio nuevamente impulsado por el segundo shock de los precios del petróleo, que de 1978 a 1980 aumentó de 2.1 dólares por barril a 36.7, los países industrializados reforzaron su política restrictiva aumentando nuevamente sus

³⁴ Especialmente Estados Unidos, el Reino Unido y Francia (Ver cuadro A - 1.10 del anexo estadístico).

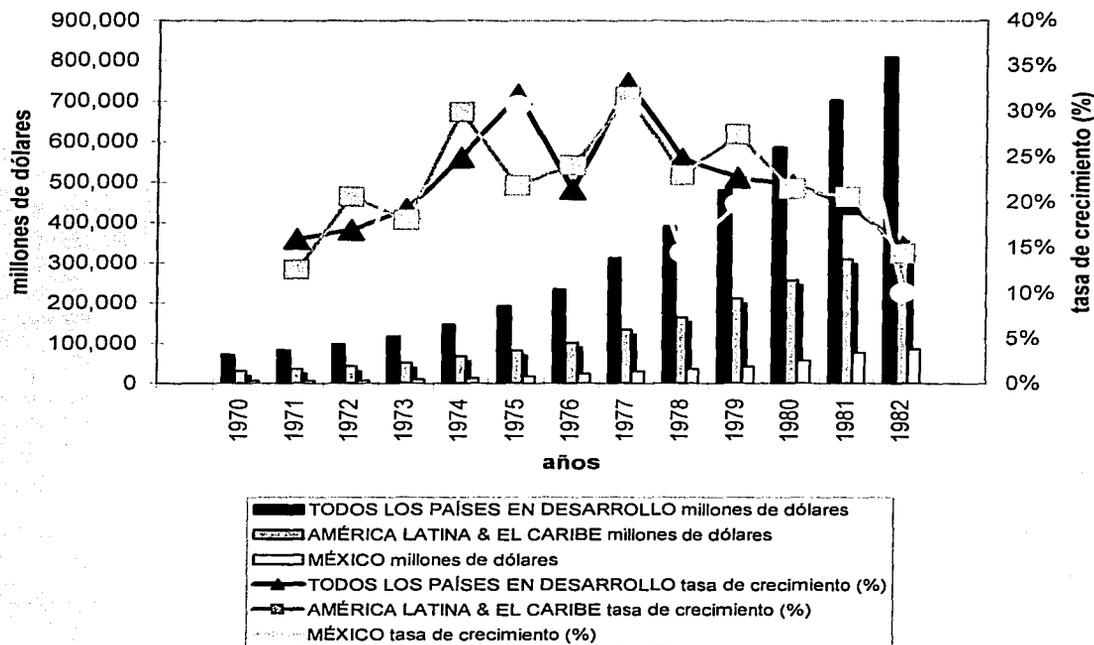
³⁵ La cual incluye toda la deuda pública y privada, garantizada y no garantizada, de largo y corto plazo, así como los créditos del FMI utilizados.

tasas de interés con el mismo fin que en años anteriores, pero además, en esta ocasión dado que la sobrevaluación afectaba sus niveles de competitividad externa y aumentaba su déficit comercial externo, deciden aplicar políticas proteccionistas.

Por lo tanto, una política recesiva *plus* una política proteccionista, frenó el nivel de las importaciones de los países industrializados y, con ello, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de los países en vías de desarrollo y lo que se presenta es un fuerte estrangulamiento de deuda externa ya que la caída de las exportaciones limitó la capacidad de estos países fuertemente endeudados de conseguir la cantidad de divisas necesarias para hacer frente a sus compromisos de pago y, al mismo tiempo, esta misma situación posicionó a estos países nuevamente en una situación en la cual ya no eran más sujetos de nuevos créditos, es decir, se detuvieron los nuevos créditos y el refinanciamiento de la deuda.

GRAFICA 7

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL DE TODOS LOS PAÍSES EN DESARROLLO, AMÉRICA LATINA & EL CARIBE Y MÉXICO. 1970-1982



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial, **Global Development Finance**, 2001

Por supuesto, esta situación de insolvencia e iliquidez de los países del tercer mundo no sólo los implicaba a ellos, también traía fuertes problemas a la banca internacional, principal prestamista en este proceso, que a falta de regulación en los euromercados incurrió en prácticas imprudentes que la colocó en peligro de bancarrota y, por ello, para principios de los ochenta se contrajo dramáticamente el nivel de créditos³⁶ y se dio paso a la crisis financiera de 1982 cuando México se ve imposibilitado de pagar el servicio de su deuda, situación que se extiende a otros países latinoamericanos.

3.2.2 *El contexto mexicano.*

Vimos en una sección del capítulo anterior (2.2.3.3.1) que la contratación de deuda externa tiene que estar dirigida a financiar actividades que impulsen el crecimiento de las exportaciones (o a sustituir las importaciones) ya que únicamente con la obtención de las divisas que éstas devengan se podrá pagar la deuda y por lo tanto es fundamental crear condiciones para obtener un superávit comercial externo. Si esto llega a suceder en un país que se endeuda con el exterior, se podrían obtener al menos un par de situaciones: a) Un mayor desarrollo; y b) Convertirse de prestatario a prestamista o por lo menos reproducir indefinidamente el ciclo endeudamiento-pago sin que se presenten dificultades de insolvencia o iliquidez y mantener un continuo proceso de crecimiento vía el multiplicador externo.

Por lo tanto, si se le da otro destino a los recursos obtenidos de la deuda externa que no sea el de crear un excedente de exportaciones se complicará su correspondiente pago y, dadas las condiciones existentes durante la segunda mitad de la década de los setenta y el principio de los ochenta, México no fue capaz de crear dicho excedente y, aunándole a esto un fuerte proceso de sobre endeudamiento³⁷ y las reducciones del crédito internacional a principios de los ochenta, se crearon las condiciones de una crisis financiera de deuda externa, que no sólo implicó a México sino también a una gran cantidad de países del Tercer Mundo altamente sobre endeudados. Veamos con un poco más de detalle el caso mexicano.

3.2.2.1 El fuerte endeudamiento externo.

México fue uno de países que se vieron inmensos en el fuerte proceso de endeudamiento externo derivado del alto exceso de creación de liquidez por parte de la banca internacional, especialmente de aquella que operaba en el mercado de eurodólares³⁸. Al ser México un país de altos recursos petroleros, se establecieron condiciones en las cuales paso a ser sujeto de crédito, la gran mayoría contratado a tasas de interés flotantes, las cuales, en un principio eran considerablemente bajas dado el gran optimismo y la baja preferencia por la liquidez de la banca internacional.

³⁶ Por lo menos en relación a las necesidades de liquidez internacional para los pagos de la deuda externa del Tercer Mundo.

³⁷ En el cual se requirió de nuevos créditos para pagar los intereses de la deuda y que indica que México se convirtió en una entidad ponzi.

³⁸ Mercado en el cual los bancos extranjeros tienen la capacidad de obtener depósitos y otorgar créditos en moneda extranjera (especialmente en dólares) sin ninguna restricción ni control por parte de las autoridades monetarias y, al mismo tiempo, sin la existencia de un prestamista de última instancia.

Es así, como se observa en el cuadro 1 y en las gráficas 7 y 8, que la deuda externa total de México creció espectacularmente, especialmente a partir de 1973, año del primer shock petrolero. Es a partir de ese año que las tasas de crecimiento de la deuda externa mexicana se elevan por encima del 30%, a excepción de 1978 y 1979, pero, ante la segunda alza de los precios del petróleo, nuevamente en 1980 y 1981 la tasa de crecimiento vuelve a superar el nivel del 30%.

Dichas elevadas tasas de crecimiento determinaron que la deuda externa total de México pasara de ser de 6,968.6 a 86,080.6 millones de dólares lo que implicó un aumento de poco más de doce veces.

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL DE MÉXICO
1970-1982

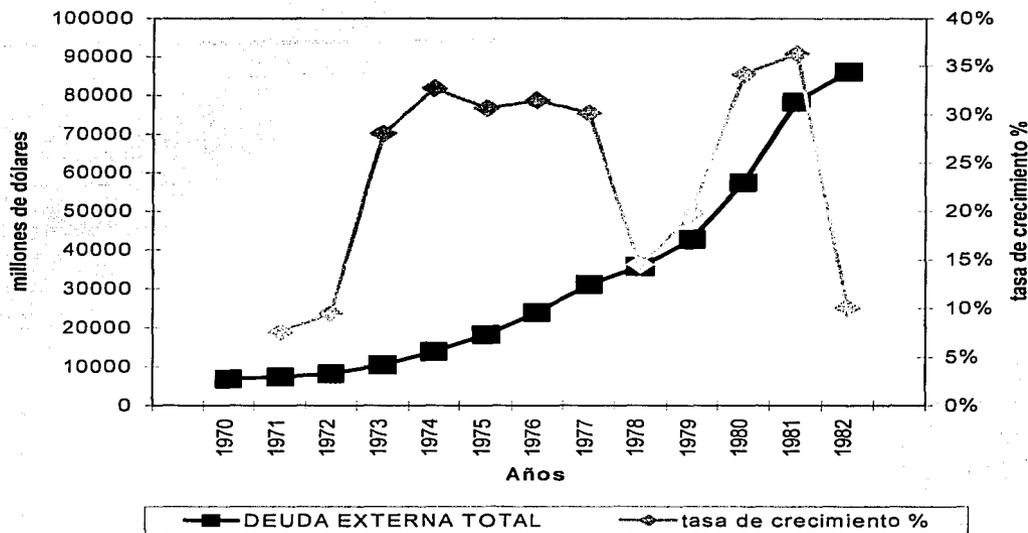
Año	DEUDA EXTERNA TOTAL millones de dólares	NÚMERO ÍNDICE 1970=100	TASA DE CRECIMIENTO %
1970	6,968.60	100.00	
1971	7,497.00	107.58	7.58%
1972	8,209.00	117.80	9.50%
1973	10,511.00	150.83	28.04%
1974	13,952.00	200.21	32.74%
1975	18,230.50	261.61	30.67%
1976	23,966.60	343.92	31.46%
1977	31,189.00	447.56	30.14%
1978	35,712.30	512.47	14.50%
1979	42,773.90	613.81	19.77%
1980	57,377.70	823.37	34.14%
1981	78,215.20	1,122.39	36.32%
1982	86,080.60	1,235.26	10.06%

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, 2001

La gran mayoría de dicha deuda externa fue contratada por el sector público (ver cuadro A - 2.9 en el anexo estadístico) y en especial fue contratada con el fin desarrollar el sector energético, sobre todo el desarrollar la capacidad productiva y de exportación del sector petrolero, debido a que, por los altos precios del hidrocarburo, se consideró que éste era la fuente viable para conseguir un excedente exportador. De hecho, la misma confianza sobre el desarrollo del sector petrolero³⁹ aumentó la cantidad de préstamos.

³⁹ Confianza mutua entre el gobierno mexicano y la banca internacional.

GRAFICA 8

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL.
1970-1982

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial, **Global Development Finance**, 2001

Es así como el auge petrolero aumentó la disponibilidad de divisas del país por dos vías, primero, por el incremento en las exportaciones de petróleo y, segundo y más importante, por la vía de aumentar la disponibilidad de los oferentes de préstamos de otorgarle créditos a México ya que las condiciones y expectativas del mercado petrolero parecían favorecerle y hacía ver que podía ser capaz de pagar sus compromisos.

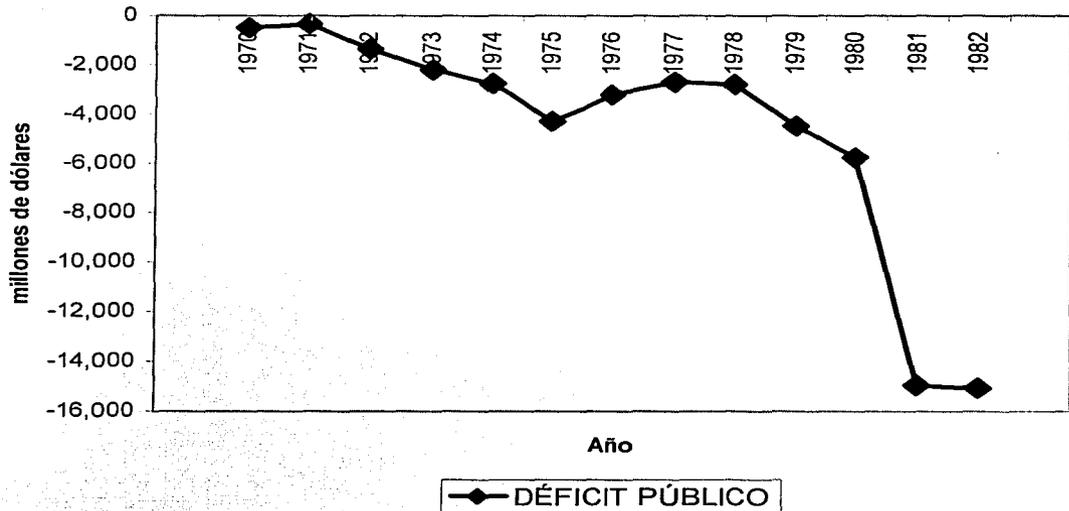
Al mismo tiempo, uno de los pilares principales del endeudamiento externo fue el intenso gasto público⁴⁰ llevado a cabo por el gobierno mexicano. A pesar de que los ingresos públicos se incrementaron, gracias las exportaciones petroleras, el aumento no fue lo suficientemente alto como para financiar los crecientes gastos gubernamentales que intentaban sustentar un crecimiento económico basándose en políticas públicas de corte keynesiano. Por lo tanto, el déficit público creciente (ver gráfica 9) – en especial de 1978 a 1982 - fue financiado, nuevamente, con créditos externos, menos costos que los internos dadas las diferencias en las tasas de interés, pero más riesgosos ya que se contrataron a tasas flotantes y, en ese caso, al igual

⁴⁰ Razón por la cual del monto total de la deuda externa más del 50% corresponde a aquella que se contrató por parte del sector público como se puede observar en el anexo estadístico en el cuadro A - 2.9.

que en el caso del mercado de petróleo, las condiciones parecían favorecer a los prestatarios ya que las tasas de interés reales incluso llegaron a ser negativas.

GRAFICA 9

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO. 1970-1982



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, World Development Indicators CD-ROM, 2001

3.2.2.2 Las condiciones del comercio exterior.

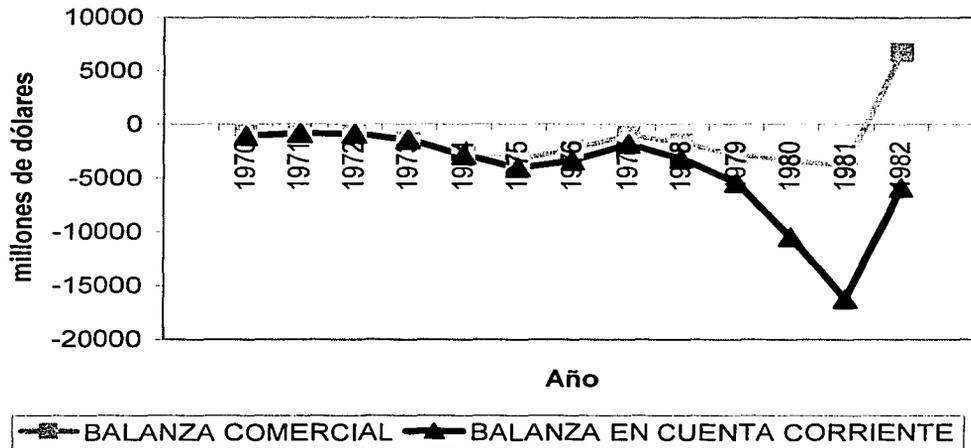
Ahora bien, mencionamos con anterioridad que para que un proceso de endeudamiento externo resulte exitoso la condición necesaria y fundamental es que se tienen que crear condiciones para crear un superávit externo que genere una mayor cantidad de divisas entrantes que salientes y desgraciadamente esta condición no se cumplió en el caso mexicano.

En los años que van de 1978 a 1981, los dirigentes de la política económica nacional llevaron a cabo *“una política de liberalización creciente del comercio exterior...de ahí que el crecimiento configurado en ese periodo estuvo acompañado de un incremento acelerado de importaciones.”*⁴¹ lo que determinó la existencia de un déficit comercial externo hasta 1981, y un aún mayor déficit en cuenta corriente que no se logró recuperar en 1982 aunque si lo hizo la balanza comercial, como se observa en la gráfica 10.

⁴¹ Huerta González, Arturo. *Economía Mexicana más allá del milagro*. Ediciones de cultura popular, IIEc, UNAM, México 1986.

GRAFICA 10

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA BALANZA COMERCIAL Y LA CUENTA CORRIENTE. 1970-1982



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

El déficit comercial que se presentó incluso se vio agravado por la situación del sector primario mexicano, el cual paso de tener un superávit externo a presentar un déficit. Otro factor para el aumento del déficit externo fue que precisamente el aumento de los créditos externos y el auge petrolero generaron un aumento en la demanda que no pudo ser cubierto por la producción local, recurriendo entonces a una mayor adquisición de importaciones. Otro punto de incidencia resulto ser el ya mencionado proceso de proteccionismo de los países industrializados que frenó el ritmo de las exportaciones y agravó el déficit externo de México, haciendo cada vez más grande la necesidad de contratar deuda.

Por lo tanto, el sector externo resultó no ser una base para la reducción de la deuda externa, sino más bien, al igual que en el caso del sector público, resultó ser un aliciente en el aumento de la misma.

3.2.2.3 La inminente crisis.

Dadas las condiciones presentadas en los dos apartados, es decir, con un aumento en la deuda combinado con malas condiciones externas, el riesgo de incumplimiento en los pagos aumentó.

Se puede observar en el cuadro 2 como es que para 1982 la deuda externa total era casi 3 veces más grande que el nivel de las exportaciones de bienes y servicios, era poco menos de la mitad

del producto nacional bruto y, especialmente, era 48 veces más grande que las reservas internacionales, y es de suma importancia notar como es que en este último rubro de 1981 a 1982 la razón se incremento de forma bastante considerable (de 15.72 a 48.31)

CUADRO 2

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LAS RAZONES PRINCIPALES DE LA DEUDA EXTERNA 1970-1982

Año	DEUDA EXTERNA TOTAL / EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	DEUDA EXTERNA TOTAL / PRODUCTO NACIONAL BRUTO	DEUDA TOTAL / RESERVAS
1970	nd	0.20	9.22
1971	nd	0.19	7.64
1972	nd	0.18	6.33
1973	nd	0.19	6.26
1974	nd	0.20	7.26
1975	nd	0.21	9.62
1976	nd	0.28	17.06
1977	nd	0.39	16.10
1978	nd	0.36	15.75
1979	2.43	0.33	13.85
1980	2.32	0.26	13.74
1981	2.53	0.26	15.72
1982	2.80	0.47	48.31

Fuente: World Bank, World Development Indicators CD-ROM, 2001

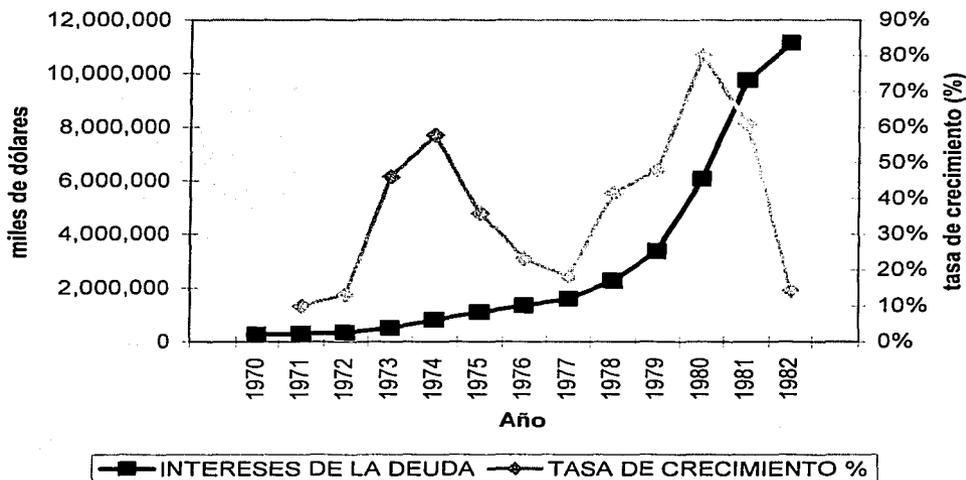
Este último punto es de suma importancia debido a que el que se logrará sostener la capacidad de pago del país no solo dependía de las condiciones comerciales externas, sino también de que continuará una situación favorable en lo que se refiere a la situación dentro del mercado internacional de capitales, sin embargo, en los años 1981 y 1982, las condiciones en este mercado fueron sumamente negativas para todos aquellos países severamente endeudados debido a que:

- a) Se contrajeron la cantidad de préstamos internacionales o pasaron a predominar los de corto plazo⁴²;

⁴² Por la actitud más cautelosa de los prestamistas.

- b) Se incrementaron las tasas de interés y con ellos el pago de intereses (ver gráfica 11) afectando las razones servicio de la deuda/exportaciones de bienes y servicios; intereses/PNB; e intereses/exportaciones de bienes y servicios (ver cuadro A – 2.14 del anexo estadístico);
- c) Se llevaron a cabo fugas de capitales en los países del Tercer Mundo hacia los países industrializados⁴³.

GRAFICA 11
MEXICO. EVOLUCIÓN DE LOS INTERÉSES DE LA DEUDA EXTERNA. 1970-1982



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, World Development Indicators CD-ROM, 2001

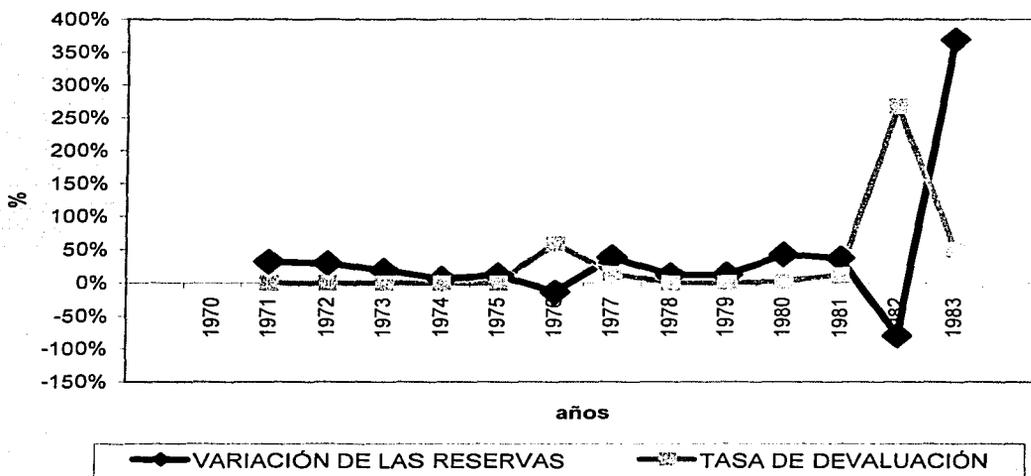
Por lo tanto, la reversión en las condiciones en el mercado de capitales, generó una drástica disminución de las reservas internacionales en 1982 y el 17 de febrero de ese mismo año el Banco de México se retira del mercado de cambios y se genera una severa devaluación del tipo de cambio (de más del 260%) y, ante la incapacidad de evitar la fuga de capitales y el aumento del pesimismo de la banca internacional con respecto a la posibilidad de pago de la deuda externa Mexicana, se cortan la cantidad de préstamos a nuestra nación y “El 13 de agosto de 1982 estalla el suceso que se pensaba podría provocar un crack financiero internacional: México, segundo deudor del Tercer Mundo con una deuda de 86 111 millones de dólares, se

⁴³ Debido tanto al aumento en las tasas de interés en los industrializados como por el mismo nerviosismo de la inminente posibilidad de insolvencia e iliquidez así como a actividades especulativas en contra de las monedas de los países del Tercer Mundo.

declara en imposibilidad de hacer frente a sus compromisos con la banca internacional.”⁴⁴ Dando paso a una de las crisis de deuda externa más severas de la historia ya que se desencadenó el pánico en los mercados financieros internacionales y muchos países del Tercer Mundo siguieron a México, colocando a la banca internacional⁴⁵ y a los países acreedores en una posición igualmente difícil de sostener ya que la estabilidad de estos depende totalmente de la capacidad de pago de sus prestatarios, por lo que no se hicieron esperar los programas de asistencia financiera⁴⁶, negociaciones para la reestructuración, y toda una serie de programas del FMI y del Banco Mundial⁴⁷ encaminados a realizar un cambio estructural en la economía mexicana (y de muchos países del Tercer Mundo) con el fin de crear un excedente financiero, ya sea por el sector externo o interno de la economía, por medio imponer la austeridad y asegurar el pago de por lo menos alguna parte de la deuda externa. Es así como nuestro país inicia una nueva fase de políticas económicas principalmente de corte ortodoxo y cambio estructural.

GRAFICA 12

México. Variación de Reservas y Tasa de devaluación.
1971-1983



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

⁴⁴ Guillén Romo, Héctor. *El sexenio de crecimiento cero, México 1982 – 1988* Ediciones Era, México 1990. Nuestras cifras difieren muy ligeramente con las de este autor como se puede apreciar en el cuadro 1.

⁴⁵ Que había otorgado préstamos incluso en cantidades mayores a las de su capital, *cf.* Huerta González, Arturo. *Economía Mexicana más allá del milagro*. Ediciones de cultura popular, IIEc, UNAM, México 1986.

⁴⁶ Ver para más detalles en Lustig, Nora "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995" en *Revista de la CEPAL* 61, Abril de 1997.

⁴⁷ Impulsadas por los propios países industrializados, especialmente por Estados Unidos.

3.3 La perpetuidad de la Deuda Externa, los programas de estabilidad y el cambio estructural en México 1982-1987.

La crisis de la deuda de 1982 no sólo puso en un fuerte predicamento a los prestatarios, también los agentes prestamistas se encontraron con que una posible moratoria podría ponerlos en graves complicaciones de quiebra y pérdidas de capital sumamente importantes. Por lo tanto se buscó alguna forma en la cual los países fuertemente endeudados pagarán al menos una parte de la deuda contratada, para ello se “obliga” a los países deudores, por medio del FMI y el Banco Mundial, a llevar a cabo una serie de políticas económicas, tanto de corto plazo (estabilización) como de largo plazo (cambio estructural), que tuvieran como objetivo central el de generar los recursos excedentes necesarios para el mencionado pago de la deuda. Y, al mismo tiempo, se llevaron a cabo reestructuraciones en los pagos con el fin de que no se llegará nuevamente a picos de insolvencia pero, a cambio, la deuda externa se perpetúa y se compromete a los países deudores a convertirse *at infinitum* en exportadores netos de capitales. Veamos estos tópicos con mayor detalle.

3.3.1 ¿Que son las políticas de estabilización y ajuste estructural?

Como vimos en la primera sección de este tercer capítulo, una de las funciones del FMI consiste en otorgar apoyos a aquellos países con problemas de balanza de pagos, pero como consecuencia, “recomienda” algunas políticas de ajuste para que dichos países cierren sus desequilibrios de balanza de pagos. El monto por el que el FMI apoya a dichos países depende de las cuotas que estos paguen, sin embargo, cuando el monto de estos recursos no son suficientes como para aminorar un fuerte desequilibrio entonces se llevan a cabo los llamados créditos *standby* (contingentes o provisionales), los cuales son otorgados a los países en problemas pero en forma condicionada.

Esto quiere decir que estos créditos son formalizados por la vía de las llamadas “cartas de intención” en las cuales se especifica que el país receptor del crédito debe de llevar a cabo una serie de programas de políticas correctivas del desequilibrio y entonces el crédito se otorga en forma escalonada dependiendo del cumplimiento de los programas. Este tipo de programas o medidas son lo que se ha dado a llamar como **Políticas de Estabilización**, las cuales buscan aminorar los problemas “transitorios” o de corto plazo de balanza de pagos, sin embargo, al mismo tiempo, se han incorporado en las “recomendaciones” del FMI criterios que apuntan a asegurar las políticas de estabilización a largo plazo, lo que implica un cambio en la estructura productiva del país en que se lleven a cabo dichas medidas, es decir, se llevan a cabo **Políticas de Ajuste Estructural**.

Ahora bien, el primer diagnostico referente a la crisis de la deuda, tanto de los organismos financieros internacionales, como de las autoridades mexicanas, fue el de considerarla como una simple “crisis de caja” y, por lo tanto se interpretó, la crisis como un desequilibrio de balanza de pagos⁴⁸, grande pero al fin y al cabo un simple desequilibrio y, por ende, requería otorgarle a México, y en general a todos los países endeudados, un crédito contingente, con su respectiva carta de intención y sus debidas condiciones de programas de estabilización y ajuste estructural

⁴⁸ El cual efectivamente lo era, pero dada su magnitud, como se ve en la sección anterior, resulta en exceso grave, tanto que puso en jaque a todo el sistema financiero y al sistema internacional de pagos.

para corregir el desequilibrio en la balanza y, al mismo tiempo, crear el excedente necesario de divisas para pagar la deuda externa.

Según el FMI los desequilibrios en balanzas de pagos tienen como principal causa los procesos inflacionarios ya que, al basarse en el Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos⁴⁹, deducen que al tener un país un proceso inflacionario su moneda se sobrevalúa y se cae en un déficit en cuenta corriente y en pérdidas de reservas monetarias. Por lo tanto, para eliminar los desequilibrios en la balanza de pagos se tienen que llevar a cabo 2 tipos de políticas:

- a) Unas políticas del tipo que eliminen una alta inflación, la cual es generada por un exceso de demanda interna provocada por un exceso en el aumento de masa monetaria en circulación en la economía (indisciplina monetaria según la ortodoxia) que puede deberse a un exceso en el gasto público (déficit fiscal) o un aumento en el crédito interno.
- b) Otras políticas que cierren el déficit en cuenta corriente, reduciendo las importaciones e incrementando las exportaciones y que, al mismo tiempo, atraigan capitales del exterior

La aplicación de ambas políticas eliminaría el desequilibrio en la balanza de pagos y, en dado caso que aumentaran las reservas nacionales, se generaría un excedente de divisas para el pago de la deuda.

Aquí lo importante que hay que hacer notar es que para lograr los objetivos de las políticas es necesario, según la doctrina ortodoxa en la que se basa el enfoque del FMI⁵⁰, sumergir a la economía dentro de un período de austeridad y contracción debido a que para reducir el nivel de importaciones y la inflación hay que reducir la demanda agregada y para ello se necesita: reducir el crédito interno y la creación de dinero; reducir el gasto público; e incrementar la tasa de interés (para reducir los niveles de crédito interno y al mismo tiempo para atraer capitales necesarios y obtener un superávit en balanza de pagos).

Es así como los programas de estabilización incluyen cuatro rubros de acción⁵¹:

1. La política fiscal: El objetivo fundamental es el de reducir el déficit (para eliminar carga de deuda) mediante la reducción del gasto público. Para ello el FMI recomienda que el Estado se deshaga de las empresas públicas, en especial de aquellas que generen gastos mayores a sus ingresos y eliminar los subsidios a ciertos precios ya que ambos casos crean inflación.
2. Políticas monetarias y crediticias: Como recomendaciones se dan los topes cuantitativos a la expansión del crédito⁵², tratar de evitar la expansión monetaria con el fin de aumentar el gasto público, mantener las tasas de interés reales positivas con el fin de estimular el

⁴⁹ Una extensión a la economía abierta de la teoría cuantitativa del dinero.

⁵⁰ Ahora bien, en realidad el FMI no hace explícito que se base precisamente en el paradigma ortodoxo dentro de sus políticas recomendadas pro es claro que es esta tendencia la que se encuentra subyacente en las cartas de intención.

⁵¹ Siguiendo a Chávez Ramírez, Paulina. *Las cartas de intención y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982-1994* IIEc, UNAM, México 1996.

⁵² En especial del sector público lo que reafirma la austeridad de la política fiscal.

ahorro y una mejor asignación de los recursos excedentes creados en la economía⁵³. Al mismo tiempo, las altas tasas de interés atraerían los capitales externos, restringiría el crédito interno y estimularía el crecimiento del sector bancario y el mercado de valores⁵⁴.

3. Política Cambiaria: El tipo de cambio se considera fundamental ya que una sobrevaluación alienta las importaciones y contrae las exportaciones, por lo tanto, el FMI recomienda devaluar la moneda local y ajustarla a su paridad de poder de compra⁵⁵. La devaluación tendría dos efectos: la reducción en la demanda agregada por los efectos inflacionarios de la devaluación y, dadas las posibilidades en el crecimiento de las exportaciones, una reorientación de la inversión hacia el sector externo.
4. Política Salarial: EL objetivo es evitar el crecimiento de los salarios al mismo nivel al de la inflación y así evitar un proceso de inflación inercial⁵⁶.

Mientras tanto, las políticas de ajuste estructural⁵⁷ buscan asegurar a largo plazo las políticas de estabilización sobre la base de realizar cambios en la estructura productiva de los países en los que se aplican las políticas y asegurar la lucha antiinflacionaria. Es así como a las políticas de estabilización se les agrega propuestas con el fin de modificar el lado productivo (la oferta) de la economía y no quedarse en afectar únicamente a la demanda.

El principal cambio estructural consiste en realizar una transición en la economía y pasar de una que se encuentra regulada por el estado hacia una economía enfocada en el mercado y orientada hacia el mercado externo. Esto significa *“darle un papel más preponderante a los mecanismos del mercado y reducir las barreras que obstaculizan el comercio internacional y los movimientos de capital, se postulan importantes intentos de liberalizarla economía, se plantea eliminar las restricciones cuantitativas al comercio y reducir los aranceles. En forma manifiesta, el objetivo principal de estas reformas es transformar la economía en una economía abierta orientada hacia la exportación...”*⁵⁸

Al igual que las políticas de ajuste, el cambio estructural también se basan en el paradigma teórico ortodoxo, hoy llamado neoliberal, y en este caso el fundamento de transformar a la economía en una orientada hacia el mercado es que, según la ortodoxia, cuando la economía se

⁵³ Obviamente esto siguiendo a los teóricos de la liberalización financiera, haciendo referencia a la corriente iniciada por Gurley, McKinnon y Shaw que afirman que los problemas de subdesarrollo de los países se debe a una falta de ahorro (planteamiento también parecido al de Solow) y a que las instituciones financieras en estos países se encuentran bajo una “represión” en la que el gobierno dirige el crédito y sólo llega a ciertos sectores privilegiados y a tasas preferenciales lo que crea una desigual distribución del ahorro e inclusive un poco, o casi nula, creación de éste debido a la alta regulación bancaria que incluye bajas tasas de interés, no solo activas, sino también pasivas, incluso menores a los niveles inflacionarios.

⁵⁴ Lo que también incrementaría la captación y canalización del ahorro.

⁵⁵ Es decir, sobre la base de la comparación entre los precios internos y externos.

⁵⁶ En la cual el ascenso de los salarios genera un aumento en los costos de los productos y estos a su vez u aumento en los precios y un nuevo aumento en los salarios (por que estaban indexados al crecimiento de los precios) y así continúa un proceso inflacionario inercial que no se puede detener.

⁵⁷ Nominación que no tiene nada que ver con el pensamiento de la CEPAL pero que se designa de esta manera debido a sus objetivos.

⁵⁸ Chávez Ramírez, Paulina. *Las cartas de intención y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982-1994* IIEC, UNAM, México 1996.

maneja dentro de un esquema de competencia perfecta y libre participación en el mercado de los agentes económicos, el propio sistema tiende hacia un equilibrio que asegura la mayor eficiencia posible de los recursos existentes.

Por lo tanto, para transformar a la economía el cambio estructural se mueve sobre tres importantes ejes.

1. Reducir el espacio del Estado dentro de la economía y beneficiar a los agentes privados, tanto nacionales como extranjeros, lo que implica un proceso de **privatización** de la economía. Este proceso se justifica porque de esta manera se abrirán nuevos espacios de valorización del capital y una mayor masa de ganancias, además que se supone que las empresas en manos de agentes privados y no en las del Estado son más eficientes⁵⁹. Además se supone que se liberaría al Estado de fuertes gastos, reduciría su déficit fiscal y las deudas posibles, y abriría canales para pagar la deuda externa.
2. Liberalización y **apertura** externa, tanto comercial como de capitales. Aquí lo que se supone es que una mayor facilidad para el comercio exterior aumentaría la cantidad de exportaciones y que con comercio internacional totalmente abierto "todos ganan". Al mismo tiempo también se busca abrir la cuenta de capitales para aumentar la cantidad de estos que entrarían al país. Es decir, que con la apertura se daría una reducción de déficit de cuenta corriente, un superávit en la cuenta de capital y, en dado caso que se combinen y se logren ambas cosas, un aumento en las reservas internacionales con sus consecuentes beneficios al respecto del pago de la deuda externa. Otro punto a señalar es que se argumentó que los altos impuestos a la importaciones (aranceles) también era un factor importante que repercutía en los niveles de inflación ya que se afectaban los precios por la vía de los costos de los componentes importados en la producción de bienes y por el mismo efecto de los bienes finales que se importaban que "jalaban" hacia arriba el precio de los bienes nacionales.
3. **Desregulación**, es decir, la eliminación o reducción de las normas que restrinjan las actividades comerciales, financieras o la actividad privada en la economía. El FMI justifica la desregulación con el argumento de que "*la intervención del Estado distorsiona el funcionamiento de los mercados, generando desequilibrios e ineficiencia*"⁶⁰

3.3.2 El ancla eterna: La reestructuración de la deuda externa y su perpetuidad.

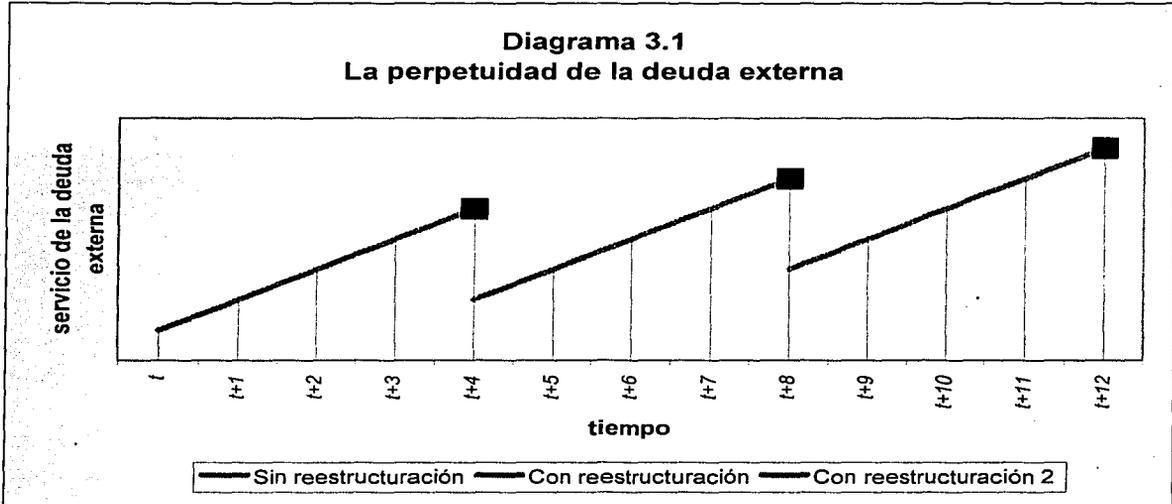
La crisis de la deuda no sólo representó un fuerte problema para los prestatarios, los prestamistas, en este caso la banca internacional, también se encontró con un sobregiro de sus préstamos en relación a su capital total que también los ponía en un severo problema (y en

⁵⁹ Lo que de hecho en primera instancia es cuestionable y en segundo, al privatizarse las empresas públicas primero se privatizan aquellas que son más rentables (o aquellas que con un respectivo saneamiento financiero lo serán) y por ende más atractivas a la iniciativa privada, por lo que la afirmación de que "ahora" en manos privadas estas empresas son más eficientes por que son rentables también es cuestionable porque de hecho ya lo eran con anterioridad.

⁶⁰ Arrizabalo Montoro, Xavier. *Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM*. Editorial Síntesis, Madrid 1997.

conjunto a todo el sistema internacional de pagos), por lo tanto, los mismos prestamistas, en conjunto con sus países de origen, y los prestatarios, se juntaron para impulsar un proyecto de reprogramación o reestructuración del servicio de la deuda de los países fuertemente endeudados.

Obviamente, la reestructuración de la deuda se interpreta como un signo inequívoco de la existencia de graves dificultades o la imposibilidad de que el prestatario cumpla con los pagos correspondientes de su deuda y es por ello que se hace necesaria dicha reestructuración que implica cambiar los plazos del vencimiento y trasladarlos al futuro y evitar que el prestatario llegue a presentar nuevos puntos de iliquidez.



Fuente: Elaboración propia

En el diagrama 3.1 tratamos de representar esta situación, en condiciones sin reestructuración se podría considerar que, dado que las tasas de interés se eleven o que aumente la deuda contratada, el servicio de la deuda externa sea creciente⁶¹ y es lógico pensar que se puede llegar a un punto de iliquidez y con riesgo de moratoria, en nuestro diagrama el punto correspondiente a $t+4$, ahí es donde se da la reestructuración de la deuda, se modifican los plazos y montos a pagar y, por lo general, estos son mayores, por la acumulación de deuda, de lo que eran originalmente⁶². Esta situación se puede, y de hecho así ha sucedido, repetir nuevamente, se llega a un nuevo punto de iliquidez ($t+8$)⁶³, una nueva reestructuración y un nuevo desplazamiento de los pagos: hacia delante en el tiempo y hacia arriba en los montos.

⁶¹ Que como vimos en el caso de México así lo fue al aumentar el pago de intereses y de deuda acumulada como se vio en apartados anteriores.

⁶² Por ello la primera línea de reestructuración está más desplazada hacia arriba.

⁶³ Por simplificar en el ejemplo los puntos de iliquidez son cada cuatro períodos lo que en la realidad, obviamente, no es así.

Desgraciadamente, como el lector ha de haber notado, cada nueva reestructuración implica un aumento en el monto a pagar y, por ende, la posibilidad de caer en nuevos picos de iliquidez es cada vez mayor, lo que implica que con mayor frecuencia y, tal vez, en menores plazos, se tendrá que realizar forzosamente una nueva reestructuración, períodos más adelante una nueva, luego otra, y así *at infinitum*, lo que indica que los países prestatarios tienen que realizar una transferencia de recursos hacia los países de origen de los prestamistas de forma continua, cada vez en mayor cantidad y, dado el esquema presentado, sin la posibilidad de reducir de alguna forma su deuda externa en forma efectiva ya que los pagos sólo se deslizan hacia delante y no únicamente eso, también crecen en su monto y de esta forma la deuda externa nunca desaparece y se condena a los países deudores a una eterna entrega de recursos .

Por lo tanto, bajo estos esquemas de reestructuración de la deuda externa no se logra una solución real, como menciona Guillén Romo:

*"... la reestructuración no pasa de ser un simple paliativo. Permite ganar tiempo y superar ciertos "picos" del servicio de la deuda, pero sin resolver nada a fondo. A menudo, sólo es la ocasión de organizar un deslizamiento de los vencimientos... Se trata de perpetuar la deuda gracias a un sistemático deslizamiento de los vencimientos... Cada préstamo que no puede ser reembolsado es prolongado hacia el futuro o reemplazado por otro cuya madurez es más larga. Lo esencial es impedir la interrupción del flujo incluso si para ello es necesario prestar para asegurar el servicio de la deuda o cuando menos los intereses."*⁶⁴

Esto también sin olvidar que las reestructuraciones de la deuda también están condicionadas a que el país al que se le reestructure su deuda se comprometa por medio de una carta de intención a llevar a cabo políticas de estabilización y ajuste estructural y con ello sumergir a la economía en una austeridad y período de contracción.

3.3.3. México en la búsqueda del excedente: La estabilización, el cambio estructural y las reestructuraciones.

En el caso de México el **primer programa de estabilización** pactado con el FMI se da el 10 de noviembre de 1982 bajo el inicio del sexenio de gobierno de Miguel de la Madrid. El programa de estabilización fue anunciado como el PIRE, es decir, el Programa Inmediato de Reordenamiento Económico.

El PIRE fue un programa de ajuste que se implementa bajo el contexto de un cambio estructural en la economía mexicana. Uno de sus principales objetivos fue el de reducir los niveles de inflación que en los años anteriores a la crisis de deuda externa de 1982 y después de ésta se habían mantenido sumamente altos.

La reducción de la inflación se buscó por la vía de la implementación de un programa de ajuste de corto ortodoxo, es decir, mantener políticas monetarias y fiscales restrictivas con el fin de reducir tanto el monto de dinero en circulación como los niveles de demanda. Otro punto base para la reducción de la inflación consistió en el control salarial, que suponía bajaría los niveles

⁶⁴ Guillén Romo, Héctor. *El sexenio de crecimiento cero, México 1982 – 1988* Ediciones Era, México 1990.

inflacionarios por dos vías, primero, por la reducción de la demanda y, segundo, por la reducción de uno de los componentes del costo de las mercancías: los salarios.

El PIRE consistió en un programa ortodoxo que comprendía dos puntos principales:

1. El diseño de un paquete de medidas que por el lado de la demanda buscó corregir los desequilibrios macroeconómicos fundamentales: inflación, inestabilidad cambiaria, déficit fiscal y déficit externo.
2. Por el lado de la oferta se buscó evitar la paralización de la planta productiva, intentando distribuir en forma equitativa los costos asociados al ajuste económico.

Más específicamente el PIRE compendia los siguientes objetivos:

CUADRO 3

MÉXICO. OBJETIVOS DEL PIRE: 1982

POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN	OBJETIVOS GLOBALES
PIB.	Protección y estímulo a la producción de alimentos y a los programas que proveyeran de productos básicos al sector popular. Defender la planta productiva.
Política externa	Limitaciones de importaciones.
Política fiscal.	Habrà disciplina fiscal.
Deuda.	Se evitarà el crecimiento desproporcionado de la deuda y se buscaràn mecanismos de renegociación de la misma.
Gasto público.	Se disminuirà el crecimiento del gasto público y del déficit. Reestructuración de la administración pública federal.
Ingresos.	Se buscarà que aumenten los ingresos públicos
Inflación	Disminuirla
Política monetaria-financiera.	Restricción del crédito y su canalización a las prioridades del desarrollo.
Política cambiaria.	Reivindicación del mercado cambiario bajo la autoridad y soberanía monetaria del Estado así como la recuperación de la confianza en el peso, lograr un tipo de cambio realista y relativamente estable.
Política salarial y de empleo.	Habrà protección al empleo mediante un programa de apoyo a la planta industrial, apoyando a la pequeña y mediana empresa. Mitigar los efectos de la crisis sobre el nivel de empleo
Reestructuración del Estado.	Reafirmar la rectoría del Estado dentro de la economía mixta.

Reestructuración. de la Administración Pública	Incrementar la eficiencia del aparato burocrático del país.
--	---

Fuente: Elaboración propia.

Estos objetivos se tendrían que lograr prescindiendo de la utilización del endeudamiento externo, dado el considerable servicio de la deuda externa y la reticencia de la banca comercial a otorgar nuevos préstamos.

Para lograr los objetivos mencionados se utilizaron los siguientes instrumentos:

- a) La política de gastos e ingresos. Consistió en tres conjuntos de medidas.
 - La modificación radical de la política de precios y tarifas del sector público.
 - Un aumento sustancial de las tasas de impuestos indirectos.
 - La reducción del gasto público real, en especial el gasto de inversión y en menor medida el gasto de consumo.

Con esto se esperaba tener como resultado la disminución del déficit público.

- b) La política cambiaria. Que consistió en una maxi devaluación de los tipos de cambio real y nominal, y en mini devaluaciones del tipo de cambio nominal libre a partir de 1984 en función del diferencial entre la tasa de inflación interna y externa. Con esto se busca como meta disminuir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.
- c) La política salarial restrictiva. La cual consistió en una reducción del grado de ajuste de los salarios nominales a la inflación pasada, con un aumento en la frecuencia de las negociaciones de la tasa de salario mínimo.

La lógica que se pretendió con este programa se puede resumir de la siguiente manera: el shock administrado al tipo de cambio y al alza de las tasas de interés sitúa a estas variables en niveles que derrotan la especulación; que, de mantenerse, permitirían posteriormente un crecimiento sano en que la cuenta comercial no presentaría problemas. El ahorro interno financiará prácticamente todo la formación de capital y, por lo tanto, la paridad y la tasa de interés real podrían mantenerse relativamente estables. La condición para que esto funcione es que, absorbido el impacto inflacionario inicial, la reducción del déficit y la consecuente caída en la demanda frenen la inflación. Si se alcanza la meta de reducir la inflación, la tasa de interés se habrá tornado real positiva para fin de año; las paridades convergerán hacia el equilibrio, absorbiendo la sobrevaluación del dólar, que junto con la caída del nivel de actividad habrá generado un superávit comercial que permitirá financiar buena parte del déficit por pago a factores en el exterior, y será posible mitigar la caída de los salarios reales con un aumento moderado en algún momento del segundo semestre a partir de la puesta en marcha del programa. Finalmente, las finanzas públicas habrán recobrado niveles más o menos aceptables, y se podrá empezar a pensar en recobrar el ritmo de crecimiento y abatir el desempleo sobre bases sanas.

Desgraciadamente durante los 3 años que permaneció en marcha el PIRE los resultados no fueron muy halagadores, dicho período se caracterizó por la existencia de un gran número de dificultades tanto dentro como fuera del país y cuyo resultado fue el fracaso de este programa de estabilización⁶⁵. En términos de los objetivos planteados el PIRE se considera como un intento fallido de ajuste en la economía mexicana debido a que no cumplió con sus objetivos establecidos e, incluso, el ajuste aplicado fue demasiado severo y mantuvo a la economía en un estancamiento relativo durante los años en que se implantó el programa y los posteriores.

Mientras tanto, **los programas de ajuste estructural** no se lanzan en México sino hasta 1984 mediante una nueva carta de intención y con el objetivo de superar la crisis, eliminar los desequilibrios económicos y recuperar un crecimiento sostenido y estable.

En la materia de política comercial fue el primer paso que se dio en el programa y se planteó eliminar las barreras proteccionistas que caracterizaban a la economía mexicana desde muchos años atrás dando de esta forma el primer paso de la transformación de la economía mexicana. El proceso de apertura se estableció en tres fases⁶⁶ y la primera es la que corresponde de 1984 a 1987 y consistió en dos puntos principales:

- a) Suprimir unilateralmente los permisos previos de importación en casi 80% de las fracciones arancelarias sujetas a restricciones cuantitativas; y
- b) El inicio de las negociaciones en 1986 para el ingreso de México al GATT⁶⁷.

El elemento fundamental de la reforma comercial en esta etapa fue la de sustituir los permisos de importación por aranceles y al mismo tiempo reducir la tasa de estos. Es así como durante esta primera etapa menos del 28% del valor de las importaciones quedó sujeto a permisos (en 1982 el 100% de los productos requería de permisos) y el nivel arancelario ponderado descendió de 16.4 a 13.1 % y la dispersión se redujo de 16 a 7 niveles arancelarios, incluyendo eliminación de aranceles a importaciones de bienes que se producían internamente, pero especialmente se liberaron bienes intermedios y de capital. Por lo tanto, las metas en este rubro se cumplieron satisfactoriamente y se planteaba continuar con la apertura comercial y más aún con la incorporación de México al GATT en agosto de 1986 lo que *"le daba a la política de liberalización comercial un marco institucional de mayor permanencia para los próximos años"*⁶⁸

Mientras tanto, en lo que referente a las privatizaciones, éstas se impulsan a partir de 1985 mediante una nueva carta de intención con el FMI y el objetivo es que *"263 empresas de participación estatal serían vendidas, fusionadas, transferidas a los estados o cerradas a fin de tener una administración más eficiente y mejorar el desempeño del sector público"*⁶⁹. Es así como de contar el Estado con 1,155 organismos o empresas en 1982, para 1987 contaba con 617.

⁶⁵ Para mayores detalles ver el Anexo III.

⁶⁶ Ver anexo IV.

⁶⁷ General Agreement of Trade and Taxes, en español, Acuerdo General de Aranceles y Comercio.

⁶⁸ Cárdenas, Enrique. *La política económica en México: 1950-1994*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996.

⁶⁹ Chávez Ramírez, Paulina. *Las cartas de intención y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982-1994* IIEc, UNAM, México 1996.

Lo que muestra que el proceso de desincorporación de empresas estatales fue lento pero bastante firme y nuevamente en este rubro se podría considerar que se cumplió satisfactoriamente pero en realidad el proceso de privatizaciones más fuerte e importante se da a partir de 1988 durante el período de gobierno de Carlos Salinas de Gortari en el cual se venden las empresas estatales más grandes e importantes.

Un punto importante que nos interesa señalar es que con respecto al sector financiero lo que se observó fue una paradoja dentro del movimiento privatizador debido a que en el caso de la banca lo que se dio fue una estatización pero bajo un objetivo clave: nacionalizar las deudas. Por lo tanto, la estatización bancaria de 1982 significó una operación gigantesca de saneamiento de los bancos comerciales que se encontraban en problemas. Esto al mismo tiempo ayudó a poder llevar a cabo la contracción del crédito que exigía el programa de estabilización y ha reducido el papel de la banca nacional como principal acreedor del gobierno federal⁷⁰ y de esta forma, de 1982 a 1985 “*el sector bancario tan solo sobrevivió*”⁷¹.

En lo que respecta a las **reestructuraciones de la deuda externa** México de 1982 a 1987 paso por las siguientes:

- La primera se da en 1982 y en ella, tras la firma de 52 convenios con la banca internacional acreedora, se logra transferir el pago de 23,100 millones de dólares que se tenían que pagar entre el 22 de agosto y el 31 de diciembre del 82, a pagarlos en ocho años con cuatro de gracia.
- La segunda se lleva a cabo en 1984 con el fin de diferir los pagos del principal de la deuda externa pública cuyo monto ascendía a 48,900 millones de dólares.
- En 1985 se da una reestructuración de las reestructuraciones en la que la primera reestructuración se difiere nuevamente a catorce años con pagos anuales crecientes a partir de 1986 y se otorga un nuevo préstamo por 5 mil millones de dólares el cual también es reestructurado en sus pagos (a pagar a diez años con cinco y medio de gracia 1,200 millones de dólares anuales), y se reestructura la deuda que no había lo había sido y se difiere a catorce años con pagos crecientes a partir de 1986.

Sin embargo, a pesar de estos planes anteriores que prácticamente difirieron el pago de más de la mitad de la deuda externa a catorce años, para 1986 nuevos problemas externos y otra vez en lo referente a los precios del petróleo obligan a México y a sus acreedores a llevar a cabo un nuevo plan de rescate y nuevas reestructuraciones.

Por lo tanto, a pesar de los intentos, los problemas de la economía mexicana no se pudieron resolver por la vía de la aplicación de los programa de corte ortodoxo de estabilización, cambio estructural y reestructuración de la deuda externa, incluso, para 1985 – 1987 se gestó una nueva

⁷⁰ Papel que tomaron los agentes privados por la vía de las casas de bolsa, negocio (muy jugoso por cierto) que se dejó a los ex banqueros como compensación por la pérdida de sus bancos (que de hecho no fue total ya que se les permitió conservar el 34% de las acciones totales).

⁷¹ Gutiérrez, Antonio y Perrotini, Ignacio. “Liberalización Financiera y Estabilización Macroeconómica en México: Desafíos y Perspectivas” en *Investigación Económica* 209, México Julio – Septiembre de 1994.

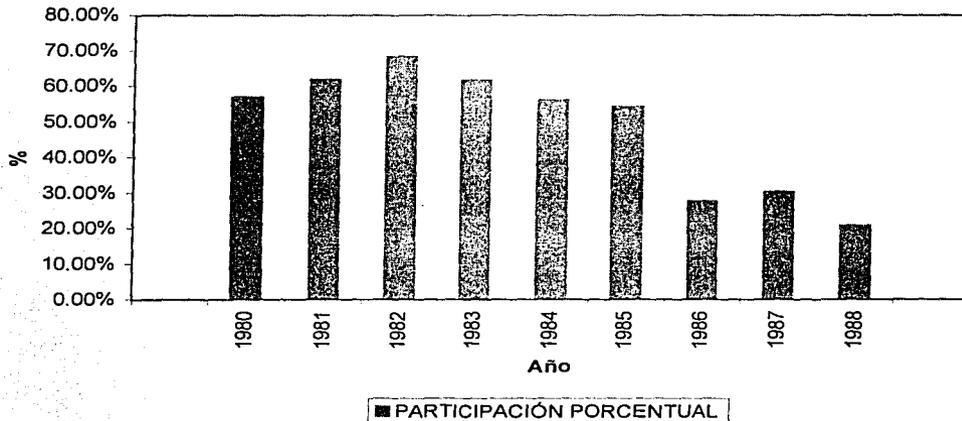
crisis que estalló en México precisamente en 1987 expresándose en un crack bursátil, sumándose a los procesos deflacionarios en las bolsas de diversos países del mundo.

3.4 La Crisis de 1987.

3.4.1 EL nuevo colapso petrolero de 1985, el Plan de Aliento y Crecimiento (PAC) y el Programa de Sustitución de Deuda Pública Externa por Inversión.

Uno de los problemas que obviamente no se pudo resolver con las políticas de estabilización, ajuste estructural y reestructuración de la deuda externa fue la excesiva dependencia que México había demostrado desde años atrás con respecto al mercado (ver gráfica 13 en donde se observa que las exportaciones petroleras constituyen un alto porcentaje en relación al total de exportaciones) y a los precios internacionales del petróleo que desgraciadamente de 1985 a 1986 observan una nueva caída de poco más del 50% (ver gráfica 14) y con ello se da un nuevo colapso petrolero que marca el inicio de un nuevo plan de política económica con el fin de proteger la balanza de pagos y las reservas internacionales del país, nuevamente en gran peligro de verse severamente disminuidas, y, por supuesto, llevar a cabo una nueva reestructuración de los pagos de la deuda que otra vez estaban en posibilidad de no llevarse a cabo.

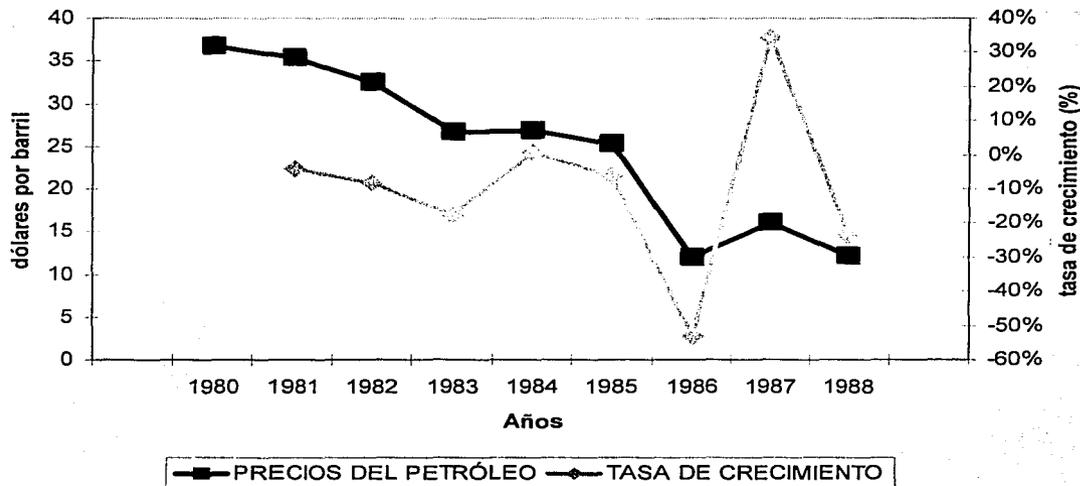
GRAFICA 13
MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DEL PETROLEO EN EL TOTAL DE LAS EXPORTACIONES. 1980-1988



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001 y de la Secretaría de Energía. Compendio Estadístico del Sector Energía.

GRAFICA 14

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO. 1980-1988



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, varios años.

En esta ocasión la política cambiaria fue el eje de la política económica y se llevó a cabo una severa devaluación en 1986 en la cual el tipo de cambio paso de .36 pesos por dólar a .91⁷² lo que implicó una devaluación de casi el 150% (ver gráfica 15), esto se llevó a cabo con el fin de des estimular las importaciones e impulsar el crecimiento de las exportaciones. Junto con la devaluación del tipo de cambio se aplicó una política monetaria restrictiva (que no duraría mucho ante la aplicación del PAC) también con el objetivo de reducir el nivel de las importaciones.

Pero los verdaderos ejes importantes para superar esta nueva "crisis dentro de la crisis" fueron la implementación del Programa de Sustitución de Deuda Pública Externa por Inversión y del Plan de Aliento y Crecimiento, el PAC.

El PAC se presentó el 22 de junio de 1986 como sustituto del PIRE y sus objetivos principales fueron:

- a) Recobrar una tasa de crecimiento moderado (de un 3 a un 4%).

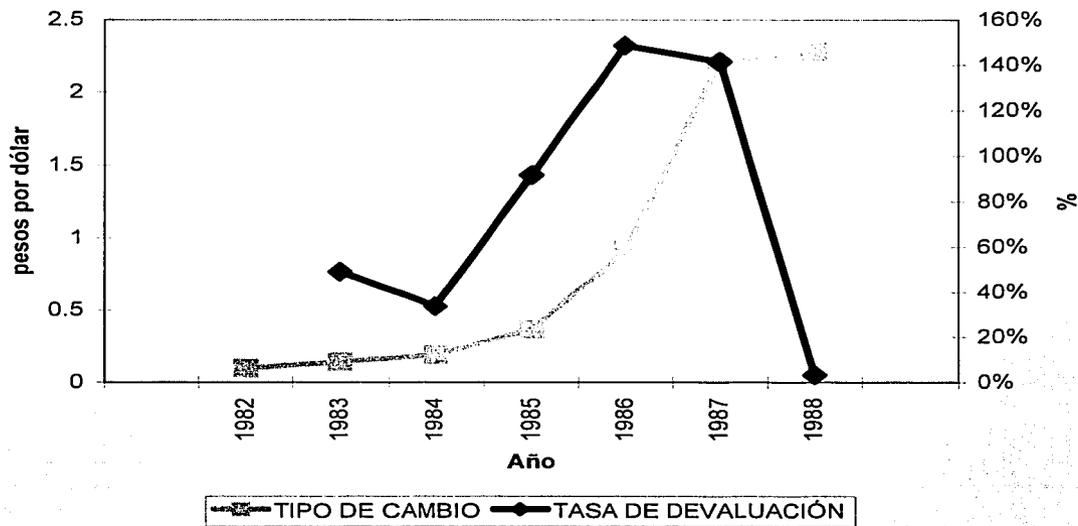
⁷² Estas cifras ya incluyen el recorrido del punto decimal hacia la izquierda, es decir, están en lo que fue llamado "nuevos" pesos.

- b) Controlar el crecimiento inflacionario.
- c) Proteger a las empresas productivas y la generación de empleos.

La novedad de este nuevo plan fue que por primera vez desde la crisis de la deuda se impulsó el crecimiento económico con una política monetaria más expansionista y, especialmente, por que el gobierno Mexicano insistió enérgicamente que los costos de la deuda de 1982 deberían ser absorbidos no solamente por los países deudores sino también por los acreedores ya que estos habían realizado una incorrecta evaluación del crédito otorgado.

GRAFICA 15

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO. 1982-1988



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics*, CD-ROM, 2001.

Es así como, después de una ardua negociación en la que se mantuvo latente la declaración de moratoria, en julio de 1986 el FMI accede otorgarle a México un nuevo préstamo contingente y se llevó a cabo una nueva reestructuración de la deuda⁷³ que llegaron con su correspondiente carta de intención y la “recomendación” de más políticas antiinflacionarias de corte ortodoxo.

⁷³ En la cual se reestructuraron 52,250 millones de dólares de deuda pública al trasladarlos a un plazo de 20 años con 7 de gracia y, por medio del FICORCA, 9,700 millones de dólares de deuda privada también se trasladaron a 20 años de plazo y 7 de gracia.

Pero sin duda, el elemento más importante dentro de las negociaciones fue la aplicación de lo que se llamó el Programa de Sustitución de Deuda Pública Externa por Inversión (la introducción de los llamados swaps), programa de reestructuración de la deuda que consistió en *“reestructurar la deuda permitiendo el intercambio por parte de los acreedores de deuda del sector público por acciones de compañías del sector privado, así como de compañías no prioritarias y no estratégicas del sector público”*⁷⁴.

Con esto lo que se buscaba era el de aligerar la carga de la deuda externa del sector público y al mismo tiempo impulsar la inversión extranjera por la vía del mercado de valores y *“Mediante esta operación, la naturaleza de la obligación del país se modifica, ya que el pago regular de intereses es sustituido por la remisión de utilidades a medida que estas se generan”*⁷⁵.

La aplicación de este programa es sumamente importante debido a que impuso fuertemente los mercados secundarios en los países en vías de desarrollo y los bancos internacionales acreedores encontraron una muy redituable forma de obtener mayores rendimientos. Pero al mismo tiempo, si los países endeudados *“quisieran atraer financiamiento en acciones deberían tener las suficientes acciones de empresas privadas para venderlas y los mercados de valores privados para hacerlo. Además, ya que los países en desarrollo querían atraer inversionistas extranjeros del sector privado, tenían que proporcionar alguna seguridad de competencia en el mercado interno y la posibilidad de repatriar las ganancias. Para resumir, el cambio de deuda por financiamiento en acciones requería la creación de una economía de mercado privada total con entrada y salida libres en los mercados externos e internos.”*⁷⁶ Por lo tanto, para que este programa pudiera ser llevado a cabo se exigieron las siguientes condiciones:

1. Desarrollar un ambiente adecuado en lo que respecta a los mercados financieros internos incluyendo la privatización, apertura y desregulación del sector financiero.
2. Continuar con los programas de privatización de empresas públicas⁷⁷.
3. La creación de un ambiente interno estable que permitiera la posibilidad de que los inversionistas extranjeros obtuvieran una ganancia mayor a la que pudieran obtener en sus países de origen o en otros mercados. En esta estabilidad el requisito fundamental es el de mantener un tipo de cambio sin fuertes devaluaciones ya que una crisis cambiaría implicaría una pérdida de capital de los inversionistas extranjeros⁷⁸.

⁷⁴ Chávez Ramírez, Paulina. *Las cartas de intención y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982-1994* IIEc, UNAM, México 1996.

⁷⁵ Guillén Romo, Héctor. *El sexenio de crecimiento cero, México 1982 – 1988* Ediciones Era, México 1990.

⁷⁶ Kregel, Jan. “Flujo de Capitales, Fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras*, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998, subrayado nuestro.

⁷⁷ Punto que resalta dentro del Plan Baker aplicado poco tiempo atrás a estas medidas.

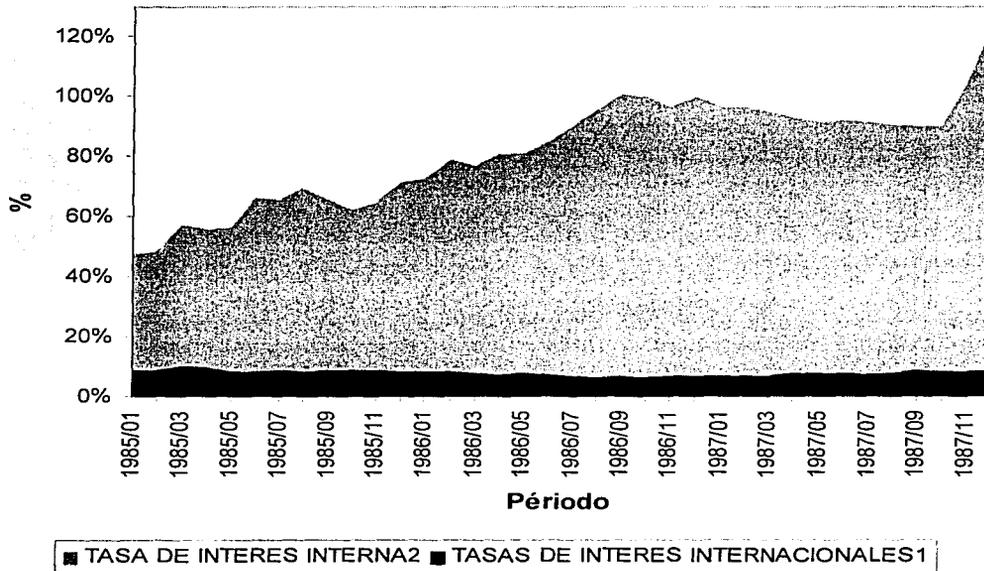
⁷⁸ Por que para invertir en los mercados locales lo tienen que hacer en moneda nacional, por lo tanto, por ejemplo si la inversión inicial se da con un tipo de cambio igual a uno (un peso por dólar) y posterior mente se da una devaluación del 100% (dos pesos por un dólar), entonces el inversionista extranjero al cambiar su inversión en moneda nacional igual a un peso, resultaría que en dólares tiene 0.5 dólares, es decir, obtiene una pérdida (suponiendo que no existe variación en el precio del activo en el cual se invierte que podría compensar o anular la pérdida por la devaluación).

A pesar de que en la teoría parecía que esta nueva forma de deuda tenía mayores ventajas que la anterior, lo que significó en realidad fue una mayor dependencia de las condiciones de los mercados financieros internacionales y de los movimientos de capital⁷⁹.

En realidad el gran éxito de estos programas fue que, dado que la tasa de interés nacionales eran más atractivas que las internacionales como se ve en la gráfica 16⁸⁰ y compensaban las perdidas de los inversionistas extranjeros derivadas de la devaluación del tipo de cambio nacional, México se encontró nuevamente en una situación en la que los capitales extranjeros ingresaban nuevamente a invertir, especialmente en la bolsa de valores, situación que poco a poco desencadenó un boom bursátil y un consecuente crack.

GRAFICA 16

MÉXICO. DIFERENCIAL ENTRE TASA DE INTERÉS INTERNA Y EXTERNA. 1985/01-1987/12



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

⁷⁹ Situación que se ve agravada después del crack 1987 con la puesta en marcha del Plan Brady en el que la deuda pública se canjea por bonos lo que posteriormente sería un aspecto fundamental para la crisis de 1994 como veremos más adelante.

⁸⁰ Para las tasas internas se usó la tasa CETES y para las internacionales la tasa Libor de Inglaterra, la cual no difiere mucho de la tasa Prime de Estados Unidos.

3.4.2 El boom y el crack.

Antes de ver lo que sucedió en México en octubre de 1987 primero nos debemos detener brevemente a presentar los acontecimientos generales en los que se encontraba envuelta la economía internacional durante el período debido a que el crack bursátil de octubre de 1987 que se presentó en nuestro país formó parte de un fenómeno que sucedió *“en casi la totalidad de las bolsas de valores del mundo”*⁸¹, por lo tanto, un acontecimiento tan colectivo debe de ser analizado en primera instancia desde lo general para después adentrarnos al caso particular mexicano.

3.4.2.1 El contexto general.

Los días 19 y 20 de octubre de 1987 fueron muy importantes dentro de la historia económica reciente. En este par de días se dio una estrepitosa caída de la bolsa de valores de Nueva York, colapso que *“se transmitió rápidamente a todo el mundo financiero”*⁸² y que llegó a representar enormes pérdidas para aquellos que habían invertido en papeles accionarios alrededor de todo el mundo⁸³. Las pérdidas que se dieron fueron sumamente cuantiosas y se llegó a calcular que representaban el equivalente al 50% del total de la producción anual de Estados Unidos, el total de la producción de todos los países de América Latina en tres años, o el 20% del total de la producción de todas las economías capitalistas⁸⁴.

Una de las explicaciones mas recurrentes (y más acertadas) de lo ocurrido es aquella que indica que el crack bursátil se debió a que el boom que lo precedió no tenía ningún sostén real, es decir, que el precio de las acciones mantuvieron un ritmo de crecimiento acelerado a partir de 1982 basado únicamente en los movimientos de oferta y demanda del mercado accionario y sin representar el valor real de las empresas y/o sus rendimientos futuros esperados. Como menciona Antonio Gutiérrez:

*“...lo que caracterizó a la dinámica internacional en los últimos años fue un creciente y continuo movimiento de disociación de las condiciones de producción respecto del desarrollo del capitalismo monetario...el ritmo, la velocidad y la magnitud de la recuperación [de las bolsas de valores] iban generando un fortalecimiento de la autonomía relativa de los circuitos monetarios y el subsecuente alejamiento de las condiciones reales de la acumulación productiva...podemos señalar simplemente que en 1986 las economías de los países industrializados crecieron en promedio 2.3%, mientras el crecimiento medio de las bolsas fue de alrededor de 40% ... [por lo tanto].. el boom bursátil de finales de 82 a finales de 87 corría a la par de una separación de la dinámica del capital productivo de la del capital monetario...”*⁸⁵

⁸¹ Gutiérrez Pérez, Antonio. “La caída de las bolsas de valores ¿Qué sucedió?” en **Economía Informa 157**, México octubre de 1987.

⁸² Correa, Eugenia. **Crisis y desregulación financiera**. Editorial Siglo XXI, México 1998.

⁸³ Según datos de Antonio Gutiérrez en tan solo 48 horas las pérdidas estimadas alcanzaron un monto cercano al de los 2 billones de dólares.

⁸⁴ Véase Caputo Leiva, Orlando. “El crack en las bolsas de valores y la situación del sistema capitalista mundial” en **Economía Informa 158**, México noviembre de 1987.

⁸⁵ Gutiérrez Pérez, Antonio. “La caída de las bolsas de valores ¿Qué sucedió?” en **Economía Informa 157**, México octubre de 1987.

La separación mencionada entre el capital financiero y el productivo que se menciona se da por los movimientos disímiles que se observan en ambas esferas del sistema económico. En lo que respecta a la esfera productiva lo que se observó fue:

- Un crecimiento del producto anual sumamente lento.
- Un estancamiento de la producción industrial.
- Una falta de demanda para todo tipo de mercancías⁸⁶.

Mientras tanto, en la esfera financiera lo que se dio en términos generales fue un desarrollo sumamente rápido del crédito y del endeudamiento de los agentes económicos. La conjunción de ambos movimientos significa la existencia de un traslado de la inversión de la esfera productiva hacia la esfera financiera, especialmente con destino a las bolsas de valores, lo que se debe fundamentalmente a que es en esta última en la que se pueden conseguir mayores rendimientos y en un período de corto plazo. Ahora bien, el que esto se estuviera observando durante este período se debe a que en la esfera financiera se estaban llevando a cabo a tres aspectos de suma importancia:

1. Las innovaciones financieras. Es decir, la creación de nuevos instrumentos financieros, nuevos mercados y procesos de gestión de liquidez y de flujos monetarios⁸⁷. También se incluye la introducción de sistemas computarizados en el proceso de transmisión de datos de transacciones financieras lo que permite agilizar de manera sorprendente los flujos financieros no sólo en cuestión del tiempo sino también en los montos⁸⁸.
2. La desregulación financiera y su apertura externa. Proceso que significa una liberalización en las prácticas de las instituciones financieras y el impulso a la participación del capital extranjero en el sector financiero de los espacios nacionales. Estos procesos implican que las instituciones financieras incrementan su capacidad y campos de acción a diversas actividades que les pudieran representar ganancias, además de que se incrementa la competencia entre instituciones bancarias y no bancarias sobre todo entre instituciones nacionales y extranjeras.
3. La internacionalización de los mercados financieros. Es decir, una mayor conexión e interdependencia de los mercados financieros nacionales con el exterior derivado de un desarrollo de las telecomunicaciones y la computación así como de la reducción de las normas y regulaciones de la intervención de capital extranjero en los espacios nacionales *“que permitió la presencia de las grandes firmas en todos los mercados de forma*

⁸⁶ Incluyendo obviamente los bienes de capital lo que determina una falta de inversión productiva.

⁸⁷ Tendencia que se debe a que a partir de 1982 el crédito bancario deja de ser la fuente de financiamiento más importante en la economía mundial debido a la experiencia de crisis reciente y por lo tanto se buscan nuevas fuentes de financiamiento (y formas de que el capital financiero obtenga ganancias). Es así como la emisión de títulos financieros (acciones y bonos) pasa a ser la mayor fuente de recursos externos de los agentes económicos y su negociación en los mercados secundarios la mayor fuente de ganancias para las instituciones financieras.

⁸⁸ Este último aspecto fue un factor determinante en que el crack de Wall Street se propagara a todo el mundo rápidamente.

*simultánea*⁸⁹. Y es importante señalar que “Esta tendencia a la integración de los mercados de capitales a nivel mundial está sin duda en el origen del efecto dominó que desencadenó la caída de Wall Street el 19 de Octubre, fenómeno que jamás había ocurrido con esa extensión y simultaneidad.”⁹⁰

Por lo tanto, la disociación entre el sector productivo y el financiero mostraba que el boom bursátil, al no tener un sustento real, era la expresión de la existencia de un movimiento especulativo que buscaba mayores ganancias en un período de tiempo menor. Y ahora bien, como menciona Estay:

*“La especulación y el crecimiento del capital ficticio deambulan como un fantasma que amenaza materializarse para mostrar su verdadera esencia, y cuando esto suceda, miles de millones de dólares invertidos en las bolsas se esfumarán perdiendo su incipiente materialidad”*⁹¹.

Y por ende, la estrepitosa caída de la bolsa de Nueva York del 19 y 20 de octubre puede definirse como “un proceso violento de adecuación del comportamiento bursátil al desempeño económico mundial”⁹² y fue así como⁹³ el Dow Jones (el índice de la bolsa de Nueva York) sufrió la mayor caída de su historia (508,32 puntos, un 22.6% con respecto a su cotización anterior) superando incluso a la que se presentó el 24 de Octubre de 1929, situación que se propagó a todo el mundo (por medio de un efecto contagio que se explica en el capítulo anterior), incluyendo las bolsas de Londres, Tokio, Sydney, Bruselas, París, Madrid, Singapur, Milán, Hong Kong y México, por mencionar algunas.

3.4.2.2 La situación en México.

En México la situación no fue muy distinta que la que se observó en términos generales a nivel mundial en lo que respecta a la disociación entre la esfera productiva y el crecimiento explosivo de los precios accionarios de la bolsa mexicana de valores (BMV) como se aprecia en la gráfica 17 en donde se observa que el PIB trimestral en términos reales se mantiene estancado mientras que el índice accionario mexicano, el IP y C, empieza su carrera ascendente a partir del segundo trimestre del 86, sólo que en el caso de México, el boom bursátil incluye otros elementos muy interesantes y de suma importancia.

En primer lugar el auge bursátil no inicia en el año de 1982 debido a que a partir de la crisis de la deuda y los graves problemas que ésta ocasiono, el mercado de valores mexicano prácticamente

⁸⁹ Gutiérrez Pérez, Antonio. “La caída de las bolsas de valores ¿Qué sucedió?” en *Economía Informa* 157, México octubre de 1987.

⁹⁰ Gutiérrez Pérez, Antonio. “La caída de las bolsas de valores ¿Qué sucedió?” en *Economía Informa* 157, México octubre de 1987.

⁹¹ Citado en Estay Reyno, Jaime. “Una mirada al crack bursátil!” en *Economía Informa* 158, México noviembre de 1987.

⁹² Gutiérrez Pérez, Antonio. “La caída de las bolsas de valores ¿Qué sucedió?” en *Economía Informa* 157, México octubre de 1987.

⁹³ Ante serios problemas de carácter coyuntural como la caída del dólar estadounidense, el alza en las tasas de interés estadounidenses en dos ocasiones, 5 y 19 de octubre, el aumento de las tasas de interés en Alemania y el ataque de los Estados Unidos a plataformas petroleras iraníes en el Golfo Pérsico que cambiaron las expectativas de los agentes económicos al presagiar una futura recesión económica, cambio de expectativas que se reflejó en el índice bursátil.

se estancó. En el caso mexicano el auge inicia a partir del segundo trimestre de 1986, como se ve en la gráfica 17 y 18, y fue impulsado por dos factores anteriormente mencionados:

- El programa de sustitución de deuda externa por inversión y,
- Por los altos diferenciales de las tasas de interés internas en relación a las externas.

Ambas situaciones se con juntaron para a mediados de 1986 el capital extranjero regresará a realizar inversiones en nuestro país, especialmente encontrando su camino en la BMV. Estos capitales encontraron que era sumamente rentable invertir en el mercado accionario mexicano y *“Poco a poco, a partir del segundo semestre de 1986 y más rápidamente en 1987, los precios de las cotizaciones de las acciones de la Bolsa Mexicana de Valores comenzaron a aumentar con el tiempo y crearon un auge que pronto se convirtió en especulación”*⁹⁴.

Segundo, uno de los elementos importantes que estimuló el auge especulativo fue que precisamente en la economía mexicana existieron recursos para solventarlo y aquí lo interesante es saber de donde provinieron estos recursos. Las políticas de austeridad aplicadas en México con el fin de estabilizar la economía no permitieron que ésta creciera a un ritmo lo suficientemente sostenido como para generar los recursos excedentes necesarios como para solventar un auge bursátil como el que se presentó. Los recursos tuvieron su fuente del aligeramiento de la carga de la deuda de las empresas gracias a la aplicación del llamado FICORCA, el Fideicomiso de Cobertura del Riesgo Cambiario, de la repatriación de los capitales fugados a raíz de los problemas de deuda externa y las devaluaciones del peso mexicano, así como de la entrada ya mencionada de nuevos capitales extranjeros. Es decir, que los recursos no fueron de creación nueva sobre la base de un crecimiento económico y generación de excedente, sino que eran recursos ya existentes.

Como tercer punto a destacar tenemos que una parte sustancial del boom estuvo sustentada en la negociación con Certificados de la Tesorería (CETES), ya que debido a sus altos rendimientos llegaron a representar más del 70% de los títulos negociados en el mercado de valores mexicano a través de las casas de bolsa.

Como cuarto punto, el auge fue impulsado por el propio gobierno mexicano a través de otorgar créditos para financiar compras de títulos y valores en la BMV por medio de sus bancos, especialmente por medio de NAFINSA (Nacional Financiera S.A.)⁹⁵

Los elementos mencionados se combinaron para que a partir de mediados de 1986 y hasta octubre de 1987, el mercado de valores mexicano experimentara un crecimiento sumamente espectacular. En enero de 1986 el Índice de Precios y Cotizaciones se ubicaba en 14.2 puntos y en septiembre de 1987 se ubicó en 343.54 lo que implica un aumento de 2320%, es decir, una

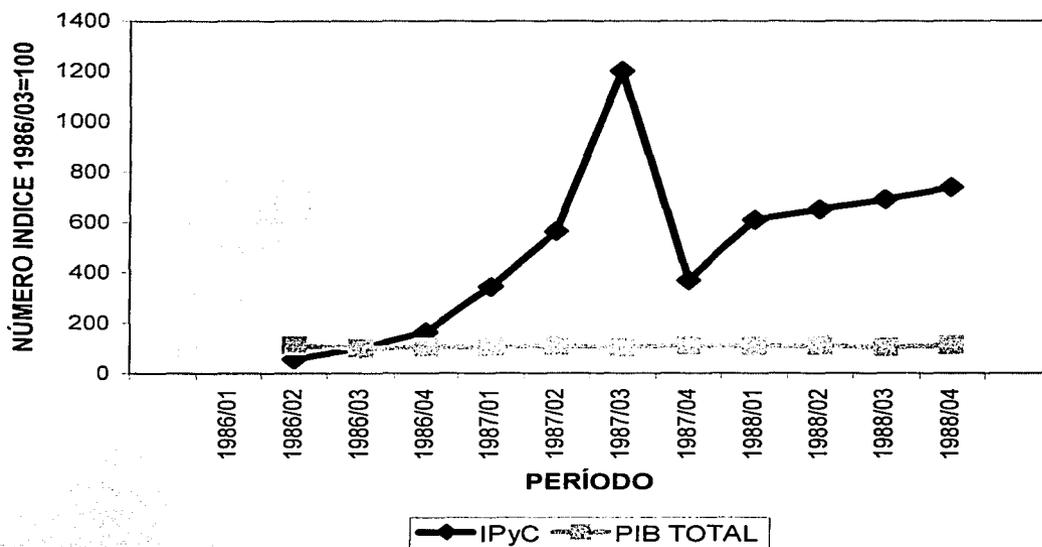
⁹⁴ Cárdenas, Enrique. *La política económica en México. 1950-1994*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996.

⁹⁵ Este impulso por parte del Gobierno Federal se debió principalmente a que los gobernantes mexicanos consideraban que el éxito observado en la BMV representaba un marco de referencia para constatar que nuestro país iba hacia una recuperación, mostraba que los inversionistas extranjeros tenían confianza en nuestra nación y que el proceso de modernización del sistema financiero mexicano se movía en un camino exitoso. Para mayores referencias sobre esto ver Rivera de la Rosa, Jesús. “México: Del PAC al crack” en *Economía Informa* 158. México noviembre de 1987.

tasa de crecimiento mensual promedio superior al 17%⁹⁶. Y como ya se ha mencionado y se puede observar en la gráfica 17, este auge bursátil sin precedentes en la historia económica de México en realidad no tenía una justificación real, ya que el aumento del IP y C “nunca estuvo vinculado con los reducidos niveles inversión productiva y de expansión productiva real de las empresas...ese auge estuvo desconectado de los resultados de operación que estaban arrojando las empresas pues, según los indicadores más frecuentemente consultados, la tasa de utilidad (utilidades reportadas / precio de la acción * número de acciones) de una acción * promedio para el conjunto fue de 3.03% en septiembre de 1987, en tanto que los bancos daban alrededor del 150% en esas fechas; el otro indicador usado nos dice que el valor de la empresa medido por el precio de sus acciones, a finales de septiembre, era seis veces el valor registrado en libros”⁹⁷

GRAFICA 17

MÉXICO. EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL IP y C Y DEL PIB
1986/01-1988/04. NÚMEROS INDICES



Fuente: Elaboración propia con datos de Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., **Indicadores Bursátiles**.

⁹⁶ Ver cuadro A - 4.6 del anexo estadístico.

⁹⁷ Álvarez, Alejandro y Mendoza, Gabriel. "México 1988: un capitalismo depredador en crisis" en Cuadernos Políticos No. 53, México enero abril de 1988.

Por lo tanto, “*Lo ocurrido en la Bolsa fue el clásico proceso de atracción de tontos, tan audaces como ignorantes, que ganaron un tiempo para luego ser limpiamente despojados de su patrimonio, muchas veces precario*”⁹⁸, o como menciona Clemente Ruiz “*se puede argumentar que la caída en la Bolsa de México fue producto de una especulación mal calculada*”⁹⁹ debido a que los inversionistas esperaron que el IP y C mantuviera un crecimiento constante, lo que desafortunadamente para los pequeños participantes en el mercado, no sucedió.

El 19 de octubre el mercado mexicano abrió con pérdidas y con una nula esperanza de que sucediera un repunte debido al nerviosismo internacional que se observaba, en todo el mundo los inversionistas se lanzaron en una búsqueda desenfrenada por realizar sus ganancias especulativas y el crack bursátil aparece en primera instancia como una crisis de liquidez, es decir, no existía en la economía la suficiente cantidad de recursos monetarias como para solventar todas las operaciones crediticias llevadas a cabo para financiar las compras de acciones, y de la crisis de liquidez se pasó a una crisis de confianza lo que precipitó “*una caída libre del mercado*”¹⁰⁰

Y fue así como, después de un gran auge, los acontecimientos ocurridos en Nueva York el 19 de octubre contagiaron a nuestro país y la caída del IP y C, simple y sencillamente, fue estrepitosa. La gráfica 18 muestra como el crack resulto tan espectacular y contundente como el boom que le precedió.

En el boom se puede observar que a partir de mayo de 1986 las tasas de crecimiento mensuales del IP y C son positivas e incluso, aunque fluctuantes, no bajan del 8% y muestran un pico de 40% en julio de 1987.

Sin embargo, el crack es sumamente elocuente. Las autoridades monetarias mexicanas no inyectaron a la economía la liquidez necesaria para que los agentes recuperaran la confianza y evitar el desplome del mercado, por el contrario, después de de que el 5 de octubre se presentará una fuerte caída del IP y C¹⁰¹ optaron por reducir el crédito bancario bajo el supuesto de con esta medida evitaría la consecuente fuga de capitales derivada de la pérdida de confianza y pesimismo que empezaba a aparecer en dicha fecha.

Es así como, tras el colapso del llamado lunes negro, el 19 de octubre, en el cual el IP y C cae 16.51% en relación a su último día de actividades (el viernes 16), se puede observar que de Septiembre a Octubre de 1987 el IP y C tiene una fuerte caída de poco más del 40%, situación que se repite en Noviembre para que a Diciembre de 1987 se ubique en 105 puntos.

La gráfica 18 muestra contundentemente la magnitud del crack bursátil mexicano, la caída del índice fue prácticamente en vertical

⁹⁸ Ibid.

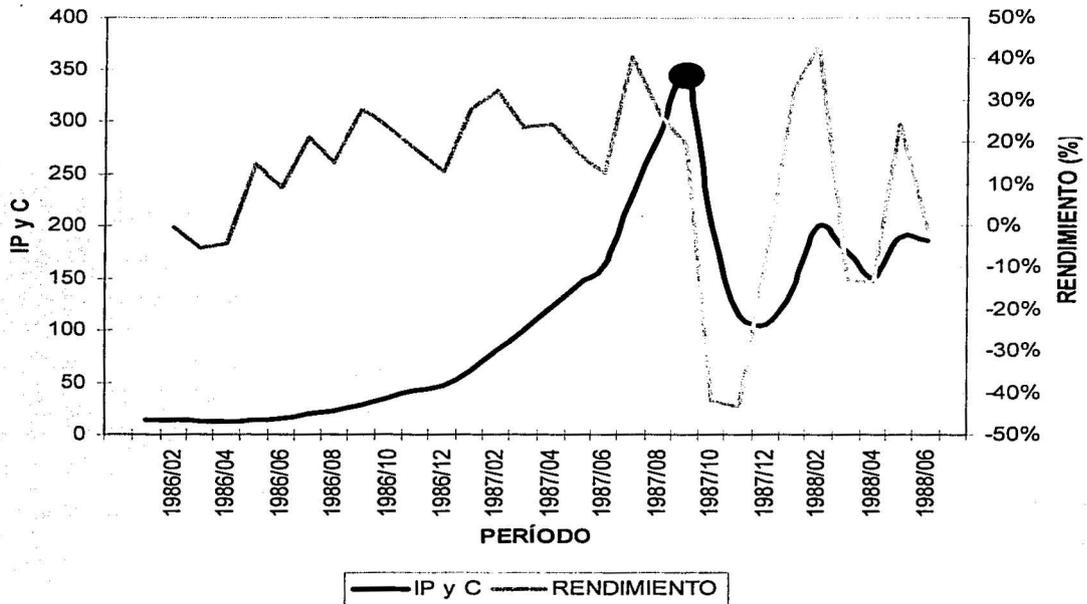
⁹⁹ Ruiz Durán, Clemente. “Algunas hipótesis sobre el crack bursátil” en **Economía Informa 158**. México noviembre de 1987.

¹⁰⁰ Ibid.

¹⁰¹ También influenciada por una caída del Dow Jones (índice de la Bolsa de Nueva York) de 94.46 puntos derivada de la primera alza en las tasas de interés estadounidenses.

GRAFICA 18

MÉXICO. EVOLUCIÓN MENSUAL DEL IP y C. 1986/01-1988/06



Fuente: Elaboración propia con datos de Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., **Indicadores Bursátiles** e INEGI, **Sistema de Cuentas Nacionales**, varios años

Naturalmente, con esta nueva crisis financiera en México se volvió a observar en nuestro país una intensa fuga de capitales y el gobierno mexicano aplicó políticas para evitar una excesiva salida¹⁰² y el peso sufrió una nueva devaluación tras la decisión del Banco de México (el Banco Central mexicano) de abandonar el mercado de cambios¹⁰³.

Esta nueva crisis puso nuevamente a México en una situación difícil, los pronósticos no eran muy halagadores, de hecho eran sumamente pesimistas y, por ende, se plantea seguir con el camino proyectado por el FMI bajo el supuesto que las políticas de estabilidad y ajuste estructural traerán consigo el crecimiento económico, sólo que durante el periodo de gobierno de Carlos Salinas de Gortari, 1988–1994, estas políticas se aceleraron y se llevaron a cabo

¹⁰² Puede notarse el alza en la tasa de interés a finales de 1987 en la gráfica 16.

¹⁰³ Ver cuadro A – 4.7 del Anexo en el cual incluso se puede observar la entrada de capitales en el incremento de reservas internacionales de 1986 a 1987 con su correspondiente descenso en 1988 así como la devaluación de 1986 tras el choque petrolero, también se puede remitir a la gráfica 15.

conjuntamente con políticas antiinflationarios de corte heterodoxo, pero desafortunadamente estas mismas políticas condujeron al país, después de un período de crecimiento, a una nueva crisis financiera, la crisis sistémica de 1994.

3.5 La Crisis de 1994.

La crisis mexicana de 1994 apareció como consecuencia de la aplicación de toda una serie de políticas económicas que llevaron a nuestra economía a un crecimiento desequilibrado insostenible. Las políticas a las que hacemos mención fueron una continuación en el cambio estructural iniciado en 1982 y que en el período 1988-1994 se vio fuertemente impulsado, y conjuntamente a este proceso, se mantuvo la búsqueda de la estabilidad de precios pero ahora bajo una serie de políticas de corte heterodoxo. La combinación de este tipo de políticas trajo consigo un período de crecimiento económico y al parecer la economía mexicana entraba a una nueva etapa de su historia superando los problemas acarreados con la crisis de la deuda. Sin embargo, la afirmación anterior estaba muy lejos de la realidad, el crecimiento que se observó estaba sustentado bajo una estructura endeble, el crecimiento fue desequilibrado, agudizó las fallas estructurales de la economía mexicana, no resolvió los problemas de fondo y, a la postre, significó la aparición de una crisis cambiaria y una posterior crisis bancaria, para establecer conjuntamente una crisis sistémica en 1994.

3.5.1 La continuidad del cambio estructural y los programas de estabilidad heterodoxos.

En el año de 1988 México vivía una situación económica sumamente difícil derivada de la crisis acontecida un año antes. Las políticas económicas de corte ortodoxo no se tradujeron en crecimiento económico y, como se vio, no lograron los objetivos deseados en términos de estabilidad económica, en realidad su éxito fue dentro del proceso de cambio estructural, la apertura externa, la privatización y la desregulación habían avanzado conforme lo planteado.

Ante la pérdida de credibilidad de la política económica ortodoxa el nuevo gobierno mexicano que inició su gestión a finales de 1988 se plantea introducir una serie de cambios en la política económica pero sin abandonar del todo el corte ortodoxo, el cual seguiría siendo el eje central de conducción.

Es así como el nuevo gobierno federal presenta el Plan Nacional de Desarrollo, el cual indicaba dos objetivos principales:

- La estabilidad de precios, y
- La recuperación del crecimiento económico.

Es decir, buscaba los mismos objetivos de planes anteriores: crecimiento con estabilidad de precios como prioridad. Obviamente estos objetivos se buscaron por los mismos métodos de llevar a cabo unas políticas fiscales y monetarias restrictivas así como continuar con:

1. El cambio estructural:

- Reduciendo la participación del Estado en la economía, es decir, continuar con las privatizaciones.
 - Profundizar la apertura comercial y de la cuenta de capital, en especial estimular la entrada de capital de cartera.
 - Llevar a cabo la desregulación del sistema financiero y su apertura externa.
2. Los programas de estabilización, en esta nueva ocasión denominados como Pactos de Solidaridad Económica y que incluían como elemento nuevo una política antiinflacionaria de corte heterodoxo.
 3. La renegociación de la deuda externa.

Veamos estos elementos con mayor detalle, primeramente, en los siguientes apartados únicamente nos abocaremos a presentar en que consistieron los puntos señalados para después, más adelante, añadir en el análisis de los resultados los datos correspondientes debido a que de esta manera quedará más claro por que se desembocó en una crisis financiera sistémica.

3.5.1.1 La aceleración de las privatizaciones

En lo que respecta al proceso de privatizaciones durante el período que va de 1988 a 1994 lo que se observa es un importante repliegue del Estado en sectores claves de la economía. Si en el periodo anterior lo que se había dado fue una desaparición de empresas que en realidad no eran importantes lo que se dio en este período fue todo lo contrario. En esta ocasión el cambio no solamente fue cuantitativo, cualitativamente fue sumamente importante, estamos hablando que el Estado se retiro de sectores tan importantes como la minería, la siderurgia, el transporte aéreo y urbano, algunas ramas importantes de la petroquímica y la energía eléctrica, los puertos y carreteras, la agricultura y, como principales componentes, las telecomunicaciones y la banca¹⁰⁴.

Por lo tanto, lo que ocurrió en el período de gobierno de Carlos Salinas fue *“un proceso de privatización generalizada, sin más límite formal que los sectores estratégicos de la economía”*¹⁰⁵ en el que al final del período el Estado mantuvo su actividad en las siguientes actividades: petróleo y gas; generación y distribución de energía eléctrica; energía nuclear; investigación y fomento del sector agropecuario y minería; abasto y comercio exterior de productos básicos (parcialmente); educación; combate a la pobreza; y actividades de la Banca Central.

¹⁰⁴ Estos dos últimos casos fueron muy significativos ya que de estos el Gobierno Federal obtuvo la mayor cantidad de recursos derivados de las privatizaciones además de que, incluyendo a la minería, las aerolíneas y la minería, estos fueron los sectores que marcaron el nuevo perfil de los grupos privados mexicanos y sus articulaciones con el capital internacional ya que a partir de las privatizaciones de este periodo se integraron varios grupos privados poderosos que se movilizaron en torno a una línea de productos o actividades, por ejemplo, el grupo Carso, Vitro, Alfa, etc. Y, por lo tanto, el proceso privatizador de este período también significó una recomposición de los grupos de poder económico en México, saliendo favorecidos los grupos financieros que durante 1982-1987 obtuvieron altas ganancias por sus negociaciones en la Bolsa de Valores.

¹⁰⁵ Guillén Romo, Héctor. *México hacia el siglo XXI: crisis y modelo económico alternativo*. UAM y Plaza y Valdez editores, México 2000.

Obviamente la justificación de este proceso continuaba siendo la misma, se argumentaba que las empresas en poder del Estado eran ineficientes y traían con ello gastos públicos excesivos que aportaban en la existencia del déficit fiscal, el cual debía ser eliminado, es decir, se continuaba la búsqueda del saneamiento de las finanzas públicas. Además de que se necesitaba continuar con la apertura de nuevos espacios de obtención de ganancias para el sector privado y que se diera un aumento en el optimismo empresarial que alentara la inversión privada en los sectores mencionados.

La mecánica en la que se llevó a cabo las privatizaciones fue muy variada e incluyeron varias formas de realización como fueron la declaratoria en quiebra, las fusiones, liquidaciones, modificaciones en los títulos de concesiones, reestructuraciones de condiciones financieras para su futura venta e, incluso, cambios constitucionales¹⁰⁶ y en muchos casos operaciones de compra-venta por medio del mercado de valores.

Fue así como, de 617 empresas de dependencia estatal que existían a finales de 1988, se pasó a una cifra de 257 empresas a finales de 1993 en operación y de éstas 48 estaban en proceso de desincorporación¹⁰⁷. La administración de ese entonces obtuvo por todas las operaciones una suma cercana a los 20,000 millones de dólares (64,815 millones de pesos), de los cuales poco más de la mitad vino de la venta de los 18 bancos, y fueron utilizados por el Gobierno Federal en la formación de un fondo de contingencia para enfrentar problemas financieros extraordinarios *“como medida precautoria por los amargos recuerdos del colapso petrolero de años recientes”*¹⁰⁸ y para continuar con los pagos de la deuda pública.

También es importante señalar que esta etapa de privatización fue estimulada por la renegociación de la deuda externa en el 89 bajo el esquema del Plan Brady ya que los acreedores exigieron la continuidad de este proceso iniciado a principios de los ochenta y también porque, como veremos más adelante, el modelo de crecimiento implantado exigía la entrada de capital extranjero, el cual se tenía que estimular otorgándole posibilidades e inversión, ya sea por la vía de la compra de las empresas privatizadas o por la entrada a un mercado de valores mexicano que, ante éstas y otras circunstancias que se verán en posteriores secciones, volvió a tener un ligero auge y capacidad de otorgar ganancias de capital a los inversionistas.

3.5.1.2 La intensificación de la apertura comercial.

Como continuación de las políticas aplicadas durante los ochenta con el fin de revertir el esquema proteccionista en el que se desarrolló la economía mexicana después de la Segunda Guerra Mundial se dio un fuerte impulso a llevar cambios institucionales que reforzaran la apertura comercial de nuestro país.

Las justificaciones de continuar con este proceso eran dos principalmente: a) Que supuestamente con la apertura externa las empresas nacionales se harían más competitivas y aumentaría las posibilidades de exportación de mercancías ante la entrada a nuevos mercados, y b) Por que la

¹⁰⁶ Por ejemplo, para poder llevar a cabo la venta de la banca o la reprivatización de la tierra.

¹⁰⁷ Ver el Anexo V para mayores referencias de las empresas privatizadas en el período.

¹⁰⁸ Cárdenas, Enrique. “Lecciones recientes sobre el desarrollo de la economía mexicana y retos para el futuro” en Banco Nacional de Comercio Exterior, México: Transición económica y comercio exterior, FCE, México 1999.

competencia externa se convertiría en un factor determinante para abatir el crecimiento inflacionario debido a que los precios de los productos internos se tenderían que mantener a un nivel más bajo, primero, porque tendrían que competir con productos importados de menor precio y, segundo, porque al eliminar los aranceles a las importaciones se reduciría el costo del componente importado de los productos de producción nacional y con ello cierta parte en el alza de sus precios.

Los cambios institucionales a los que hacemos mención se refiere a la suscripción de México a diversos acuerdos de libre comercio firmados con varios países. El primero de estos acuerdos se firma en septiembre de 1991 con Chile y le siguen los firmados en 1994 con Costa Rica, con sus compañeros en el llamado Grupo de los Tres (Colombia y Venezuela) y, destacando como el más importante dadas sus implicaciones dentro de la economía nacional, la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con Estados Unidos y Canadá.

La firma del TLCAN se convirtió en el eje y proyecto más importante de la política de cambio estructural durante 1988-994. Sobre este tema se han elaborado muchos trabajos, orales y escritos, sobre diversos aspectos del mismo, lo que nos interesa destacar en nuestro trabajo de investigación es que este proyecto significa un giro drástico en el proyecto de desarrollo nacional ya que la mayoría de los investigadores habían sostenido que los países en vías de desarrollo, como el nuestro, debían de mantener un alto grado de proteccionismo para poder desarrollarse¹⁰⁹ y con la firma y puesta en marcha de este tratado se establece una ruta de desarrollo *“regida por las condiciones de competencia internacionales...y que simultáneamente abre a la sociedad mexicana a presiones e influencias, no solo económica sino también políticas y culturales, que anteriormente estaban más controladas”*¹¹⁰. La integración del TLCAN prácticamente culminó el proceso de apertura externa y garantizó que la apertura comercial externa mexicana sería permanente.

Por lo tanto, lo que se observó en términos de apertura comercial en México fue que para 1993 el arancel promedio se mantuvo en niveles cercanos al 13%, muy cercano a los niveles de 1988, pero aquí el cambio significativo fueron las reducciones en los permisos de importación ya que del total las importaciones menos del 5% quedaron sujetas a permisos (como vimos anteriormente en 1988 era menor del 28%). Además en 1994 fue el año en el que entraron en vigor los tratados de libre comercio mencionados con anterioridad y por ende sus resultados aparecen en años más adelante.

3.5.1.3 La inversión extranjera y la cuenta de capitales.

La apertura comercial vino acompañada con otro tipo de apertura, la de la cuenta de capitales. Durante este período se llevó a cabo también una política de liberalización y flexibilización de la política de inversión extranjera en sus dos rubros, la directa y la de cartera.

¹⁰⁹ Ya que con este proteccionismo se impulsaría la producción nacional de bienes de consumo y de capital y se sentaría las bases para un crecimiento sostenido.

¹¹⁰ Cárdenas, Enrique. *La política económica en México. 1950-1994*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996.

Uno de los objetivos planteados en el Plan Nacional de Desarrollo era el de estimular el ingreso de la inversión extranjera, especialmente la de cartera. La entrada de este tipo de inversión se convirtió en un objetivo prioritario debido a que la apertura comercial trajo consigo el desequilibrio comercial externo que debía ser financiado mediante un superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos.

En lo que se refiere a la inversión extranjera directa en 1989 se reducen las restricciones existentes a la participación de la inversión extranjera directa en varios sectores en los que anteriormente no se le permitía participar o tenía una participación sumamente limitada debido a que estaban reservados para mexicanos o para el Estado. Fue así como a partir de los cambios implementados la inversión extranjera directa pasó a tener la posibilidad de invertir en actividades anteriormente restringidas, por ejemplo, en la manufactura de varios productos petroquímicos, y con ello se le permitió participar en actividades que representaban el 66% del producto interno bruto nacional y, al mismo tiempo, se cambiaron las reglamentaciones en lo que se refiere a la participación extranjera en las empresas establecidas en territorio nacional e incluso se permitió que la participación foránea en algunos sectores fuera del 100%.

Mientras tanto, en lo que se refiere a la inversión en cartera se promovieron cambios para liberalizar y abrir el sistema bursátil mexicano para permitir la participación de inversionistas extranjeros. El incremento en la participación foránea se llevo a cabo a través de negociaciones de ADR's y CPO's¹¹¹ que permitió la compra de acciones de empresas que cotizan en México en la Bolsa de Nueva York. Además, posteriormente, se aprobaron cambios en la legislación y se permitió a los inversionistas extranjeros llevar a cabo compra de títulos pertenecientes al mercado de dinero¹¹².

Las situaciones mencionadas generaron un boom en la entrada de inversión extranjera a México y, obviamente, el éxito en este rubro tuvo una fuerte influencia del proceso de privatizaciones, la renegociación de la deuda externa mediante el Plan Brady, la "estabilidad" económica que gozó nuestro país por lo menos hasta 1991, así como por la implementación del TLCAN en el cuál se establece una ampliación de las áreas en las que podía operar el capital extranjero.

3.5.1.4 La nueva búsqueda de la estabilidad: Las políticas heterodoxas.

El 15 de diciembre de 1987 se presentó el llamado Pacto de Solidaridad Económica (PSE), programa eje de la política de estabilización y combate al crecimiento de los precios de la nueva administración del Gobierno Federal. Este nuevo programa de estabilización se basó en un experimento aplicado en Israel durante 1985 a 1987 y cuya estrategia consistía en la concertación de una "unión social" entre gobierno, iniciativa privada y trabajadores con el fin de controlar la inflación aguda que se había observado en México durante los años anteriores y que no había podido ser erradicada por medio de planes anteriores (Ver Anexo I).

¹¹¹ Títulos por los cuales se llevan a cabo la compra de acciones de empresas que negocian en la Bolsa Mexicana de Valores. La negociación con ADR's es la más importante y representan la propiedad de un número específico de acciones y se negocian por la intermediación de un banco custodio que compra cierta cantidad de acciones y vende los ADR's en el exterior.

¹¹² Situación sumamente importante en la crisis de 1994 como veremos más adelante.

Ante esta incapacidad de controlar la inflación por medio de políticas netamente de corte ortodoxo el nuevo proyecto antiinflacionario "*contenía elementos propiamente ortodoxos que ya se habían tratado en el pasado y, al mismo tiempo, medidas de tipo heterodoxo...*"¹¹³. Esta opción se llevó a cabo aún aunque había fracasado en Brasil y Argentina en años anteriores.

Específicamente el PSE contenía los siguientes elementos:

1. Reforzar las medidas de saneamiento fiscal iniciadas en 1982. Es decir, continuar con la política fiscal restrictiva. Es por ello que se buscó reducir el gasto y la inversión pública, se mejoró la recaudación fiscal mediante la ampliación de la base tributaria, se ajustaron los precios y tarifas de bienes y servicios públicos para acercarlos a sus semejantes internacionales, y, como se vio con anterioridad, se avanzó en el proceso de privatizaciones.
2. Se planteó mantener el crédito interno controlado y limitar el crecimiento monetario en la economía, es decir, la política monetaria continuó siendo restrictiva. El objetivo era el de no alentar en demasía la demanda y contener la fuga de capitales así como evitar ataques especulativos a la moneda dadas las políticas de tipo de cambio que se planeaban realizar.
3. Principalmente, el PSE descansaba sobre la base de controlar la inflación inercial por la vía de mantener controlados los precios claves de la economía. Esto implica varios puntos importantes:
 - Mantener el tipo de cambio estable mediante un proceso de mini deslizamientos para evitar que las devaluaciones significativas se tradujeran en aumentos de precios. Esto implica una política de tipo de cambio fijo o semifijo.
 - La fijación del aumento salarial en términos de la inflación esperada y no de la observada con el fin de que los constantes aumentos salariales año atrás año no se tradujeran en un constante aumento de los precios, sino que, conforme se fuera reduciéndose la inflación y, especialmente, se recuperara la confianza y existieran expectativas de que la inflación se mantendría controlada entonces efectivamente los salarios no se elevarían y con ello no aumentarían los costos ni los precios.
 - El control de los precios generales se llevaría a cabo mediante un acuerdo entre sector privado, gobierno y trabajadores (de ahí el nombre de "Pacto" a este programa) de que cada uno de ellos mantendría el crecimiento de sus precios en niveles moderados.

Este punto tres fue el que representó la parte heterodoxa del programa estabilizador y de hecho fue el eje para controlar el alza desenfadada de precios que se observó años atrás.

Ahora bien, existían ciertas condiciones para que el lanzamiento y ejecución del PSE fueran posibles. Se necesitaba, primero, que el país presentara una alta cantidad de reservas internacionales y una balanza comercial en superávit para defender la estabilidad del tipo de cambio, y finanzas públicas sanas.

¹¹³ Cárdenas, Enrique. *La política económica en México. 1950-1994*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996. Subrayado nuestro.

Estas condiciones se cumplían al final de la administración de Miguel de la Madrid por lo que el PSE se pudo llevar a cabo mediante las siguientes etapas:

- Diciembre 1987– Marzo de 1988. Se lleva a cabo la alineación de los precios (incluyendo al tipo de cambio) a las condiciones del mercado con el fin de que esto sirviera de “colchón” al futuro casi nulo crecimiento de estos precios y se tomó la decisión de usar al tipo de cambio como ancla de los precios internos mediante una política de tipo de cambio semifijo.
- Marzo 1988 – Julio 1989. Se estabilizan el tipo de cambio, la tasa de interés así como los precios y tarifas del sector público lo que sirve para disminuir de forma efectiva las tasas de inflación y su crecimiento inercial.
- Julio 1989 en adelante. Se intenta aterrizar el programa, objetivo que nunca se logra debido a que los controles y programas antiinflacionarios de esta índole aplicados se convierten en permanentes¹¹⁴ y aunque logran tener éxito en controlar la inflación a la postre crearon desequilibrios macroeconómicos fundamentales que fueron factores en la consecuente crisis de 1994.

Algunos puntos que ayudaron a que los pactos tuvieran éxito en el control inflacionario fueron, desde luego, la apertura comercial¹¹⁵ y la renegociación de la deuda externa en 1989 que a su vez creó condiciones para un breve período de crecimiento económico y permitió modificar las expectativas de los inversionistas extranjeros sobre nuestro país y alentó la entrada y repatriación de capitales del extranjero.

3.5.1.5 La nueva renegociación: El Plan Brady (La transformación de la deuda de 1982).

Dentro de los planteamientos del Plan Nacional de Desarrollo de 1988 uno de los objetivos planteaba que no se podía reestablecer el equilibrio económico si se continuaban con los excesivos pagos por servicio de la deuda que literalmente “*asfixiaba a la economía*”¹¹⁶. Los dirigentes de la política económica reconocían que “*México no podía continuar en un estado de recesión económica...por ello la reestructuración de la deuda externa era un imperativo*”¹¹⁷

Es por ello que el gobierno mexicano buscó una renegociación con sus acreedores siguiendo los siguientes puntos¹¹⁸:

- a) Reducir el saldo de la deuda externa.
- b) Reducir la relación Deuda externa–PIB.
- c) Reducir la transferencia neta de recursos al exterior.
- d) Buscar un acuerdo que evitara las renegociaciones recurrentes.

¹¹⁴ Cambiando de nombre de PSE a PECE (Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico) durante el gobierno de Salinas de Gortari pero manteniendo los mismos elementos.

¹¹⁵ Por las condiciones anteriormente explicadas.

¹¹⁶ Guillén Romo, Héctor. *México hacia el siglo XXI: crisis y modelo económico alternativo*. UAM y Plaza y Valdez editores, México 2000.

¹¹⁷ Gurría, Ángel. *La política de la deuda externa*, FCE, México 1993.

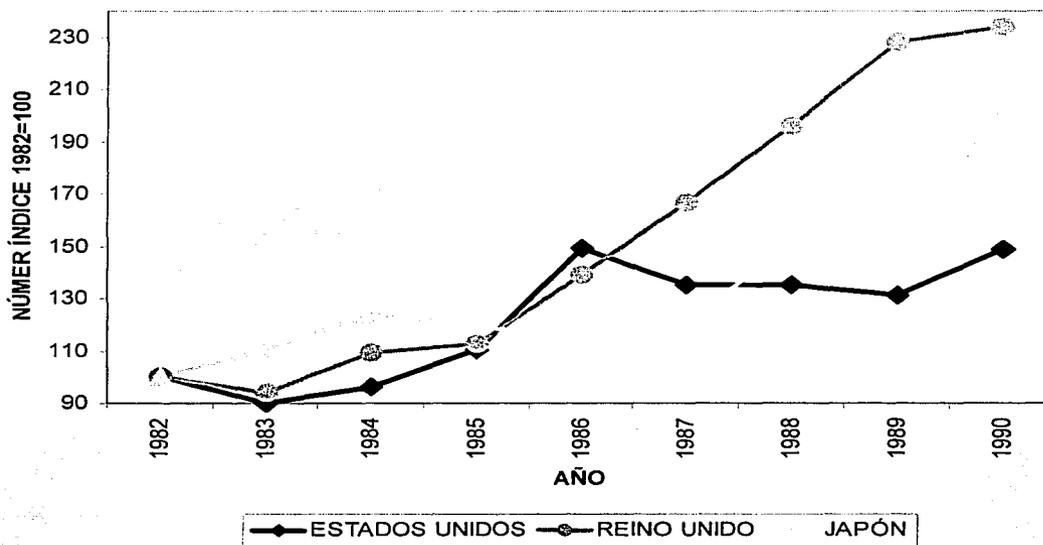
¹¹⁸ Siguiendo a Héctor Guillén.

Los dos puntos finales eran sumamente importantes. Durante todo el período de 1982 a 1988 no solo México, todos los países deudores se vieron sumergidos en una situación en la que no recibían recursos provenientes del exterior, ni por la vía de inversión ni por la vía de los préstamos lo que implicó que año tras año las transferencias netas al exterior fueran negativas drenando constantemente los recursos de nuestro país, situación que, como vimos con anterioridad, no era aliviada mediante las reestructuraciones de la deuda. Se necesitaba un nuevo mecanismo que implicará la reducción del principal y de los intereses, reconociendo que de continuar mediante los procedimientos establecidos, la deuda simplemente no se pagaría nunca.

Afortunadamente las condiciones favorables en el entorno internacional facilitaron las negociaciones, tras la crisis de la deuda los bancos internacionales redujeron sus préstamos y con ello largaron acumular una gran cantidad de reservas como lo muestra la gráfica 19 para Estados Unidos, Reino Unido y Japón. El propio FMI y la secretaría del tesoro estadounidense aceptaron la necesidad de disminuir la transferencia neta de recursos de los países fuertemente endeudados y que era imposible avanzar en la resolución del problema de la deuda externa si los acreedores no aceptaban la reducción del principal y los intereses.

GRAFICA 19

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS BANCARIAS DE ESTADOS UNIDOS, REINO UNIDO Y JAPÓN. 1982-1990



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics*, CD-ROM, 2001.

Estas situaciones permitieron el establecimiento de un nuevo plan el 23 de julio de 1989, el llamado Plan Brady, en el cual el gobierno Mexicano acordó que los bancos acreedores podrían elegir entre tres opciones de reestructuración según conviniera a sus intereses y a su situación financiera. Las opciones eran las siguientes:

1. Intercambio de deuda por bonos de descuento (cupón cero) pagaderos cada seis meses.
2. Intercambio de deuda por bonos par a tasa fija de 6.25% anual. En este caso los interés también se pagaban semestralmente
3. Otorgar créditos nuevos por un monto del 25% de la deuda nominal que no se haya intercambiado por bonos en las opciones anteriores.

El resultado fue que el 42.6% de la deuda mexicana se cambió por bonos de descuento, el 46.5% por bonos par y el resto por créditos nuevos. Esto significó que México, y en general los países latinoamericanos, “*se enmarcaron en el devenir de las transformaciones de los mercados financieros y en una modificación de la estrategia de los acreedores*”¹¹⁹, es decir, México se inserta en las transformaciones financieras mundiales que incluyen los siguientes cambios de los mercados financieros:

- Cambio en la naturaleza y destino de los flujos de capital: **de créditos a negociación con títulos de deuda** y de ir hacia los países desarrollados a tener como destino los países subdesarrollados ahora llamados emergentes, las fuentes de los fondos son ahora los inversionistas institucionales y se incrementó la inversión en activos de corto plazo aprovechando su mayor rentabilidad, liquidez y las oportunidades de arbitraje y diversificación de las carteras.
- La aparición de nuevas tecnologías que trajeron consigo la automatización de los sistemas financieros, tanto nacionales como internacionales, que dota al mercado de una gran movilidad eliminando prácticamente las barreras de espacio y tiempo.
- La aparición de nuevos instrumentos financieros de diversos tipos y agentes, tanto nacionales como internacionales (“Revolución Financiera” que viene con crisis sucesivas que a su vez incrementa la competencia entre instituciones financieras)
- Desaparición de los mercados regulados que trae consigo la diversificación y expansión de las fuentes y usos de los fondos financieros, el desarrollo de los mercados de valores y la titularización de los activos.
- Un incremento sustancial de la inestabilidad y fragilidad financiera en el ámbito mundial dadas las condiciones de alta volatilidad que imperan en el sistema, especialmente con las corrientes de capital hacia los mercados emergentes.

La implementación del Plan Brady no significó otra cosa más que la titularización de la deuda externa mexicana, es decir, únicamente cambió de forma de expresión de crédito a financiamiento por medio de títulos financieros y en la realidad no se resolvieron los problemas de la deuda, al igual que reestructuraciones anteriores los problemas sólo se postergaron, pero en esta ocasión el Plan si tuvo éxito en un aspecto fundamental: al combinarse con el éxito de la política antiinflacionaria y reforzarse con la política de inversión extranjera, el programa de cambio de deuda por inversión, las privatizaciones y la apertura externa, la confianza de los

¹¹⁹ Girón González, Alicia. “Globalización financiera y mercados contestatarios” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras**, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.

inversionistas extranjeros en México, regresó y alentó el ingreso de capital a nuestro país, marcando de esta forma *“el retorno a los mercados internacionales de capital tanto del sector público como de los bancos comerciales y grandes conglomerados privados”*¹²⁰.

3.5.1.6 La reforma financiera en México.

Otro de los elementos claves en la reforma estructural fue el de los cambios en el sector financiero mexicano. Los cambios realizados en este sector afectaron a las instituciones financieras y la competencia entre ellas, a los patrones de regulación, y, en general, a toda la forma en la que operaba el sistema en conjunto.

Como vimos en secciones anteriores tras la crisis de 1982 el gobierno mexicano se vio en la obligación de estatificar el sector bancario, a partir de entonces hasta 1985 el sector financiero mexicano pasó por un momento sumamente crítico, prácticamente se mantuvo estancado por la fuga de capitales, la interrupción de los flujos de capital internacionales y, especialmente, por que las condiciones de crecimiento económico y la desconfianza todavía existente tras los sucesos de 1982 no estimulaban la actividad financiera, ni por el lado de los prestamistas ni por el de los prestatarios, es decir, México se encontraba en la complicada fase de reiniciar el ciclo ascendente del ciclo económico tras una crisis financiera, todavía con estragos de de inestabilidad e incertidumbre en el sector financiero.

Por lo tanto uno de los objetivos del gobierno mexicano en 1988 era el de estimular la actividad financiera y que al mismo tiempo por esta vía se estimulara el crecimiento económico, pero no únicamente las condiciones económicas internas y externas significaban una limitante a la actividad financiera, existían en el entorno financiero un ambiente de “represión”, es decir, de una “excesiva” regulación que no permitía que el ahorro se incrementara y se pudiera canalizar hacia la inversión, por lo tanto, según la corriente ortodoxa¹²¹, para que se estimule el crecimiento económico y el sector financiero lo apoye, es necesario *“modernizar el sistema financiero mediante un conjunto de transformaciones, tanto institucionales y regulatorias, como en las estructuras jurídicas y administrativas de los propios intermediarios”*¹²²

De 1985 a 1988 se iniciaron los cambios legales y el proceso de fusiones bancarias. A mediados de 1988, el número de bancos pasó a 18 (de los 64 existentes en 1982). Dentro de los cambios legales en estos dos años y medio destacan la reducción del encaje legal, el incremento de la razón pasivo capital de los bancos, la separación de los intermediarios financieros no bancarios respecto a las Asociaciones Nacionales de Crédito¹²³ y la autorización al sector privado de participar en la actividad bancaria con aportar no más del 34% del capital total. En este período lo que se da es un *“un proceso de innovación gradual...y el extraordinario crecimiento del sector financiero no bancario, particularmente de las casas de bolsa”*¹²⁴ y la participación de los

¹²⁰ Girón González, Alicia. “Globalización financiera y mercados contestatarios” en Correa, E. Y Girón, A. (comp.) **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras**, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.

¹²¹ Especialmente la corriente de la liberación financiera.

¹²² Aspe, Pedro. “La reforma financiera de México” en **Comercio Exterior Vol. 44 No. 12**, México Diciembre de 1994.

¹²³ Nombre que se le concedió a los bancos después de la estatización.

¹²⁴ Gutiérrez, Antonio y Perrotini, Ignacio. “Liberalización Financiera y Estabilización Macroeconómica en México: Desafíos y Perspectivas” en **Investigación Económica 209**, México Julio – Septiembre de 1994. Situación que

bancos se puede resumir en que fungieron como los principales agentes prestamistas del gobierno federal para financiar el déficit fiscal, es decir, los recursos bancarios se usaron con el fin de financiar el ajuste fiscal y no para impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, esto no fue del todo negativo, el que fuera el gobierno federal el principal y casi el único prestatario representó una reducción importante del riesgo de prestamista lo que preparó el camino de la privatización bancaria y el proceso de desregulación y liberalización que inicia con mucha fuerza a partir de 1988.

Es a partir de este año que la reforma financiera en México toma su verdadera fuerza y su verdadera dimensión. La reforma estructural del sistema financiero tenía como objetivo “*eleva la eficiencia y la competitividad*”¹²⁵ de las instituciones financieras y fortalecerlas, aumentar el ahorro y su canalización hacia el sector productivo (en especial hacia las áreas susceptibles a orientarse al mercado externo) y aumentar la cantidad y calidad de servicios financieros así como su acceso a un mayor público. En el año de 1988, las autoridades mexicanas iniciaron toda una serie de medidas tendientes a profundizar la modernización y liberalización del sistema financiero mexicano. Dichas medidas se movieron sobre dos ejes¹²⁶:

1. Desregular las operaciones del sistema financiero en su conjunto y particularmente del sistema bancario.
2. Reformas y adiciones a las leyes que regían a los distintos intermediarios bancarios con el fin de incrementar su competitividad bajo el marco de un proceso de apertura.

Y más particularmente se dieron los siguientes cambios:

- Con respecto al primer punto, la desregulación de los mercados financieros, los principales cambios fueron la liberalización de las tasas de interés, tanto activa como pasiva, la desaparición del encaje legal y los cajones selectivos de crédito y se permitió a los extranjeros la compra de títulos financieros gubernamentales.
- En lo que se refiere a la liberalización y la apertura comercial se aumentó la cantidad de intermediarios financieros al crear nuevas figuras legales como las sociedades de ahorro y préstamo, entre otras. Además se autorizó la creación de 36 nuevos bancos y, como detalle importante, 18 de ellos extranjeros, “*inédito en la historia financiera moderna de México*”¹²⁷ en la cual sólo el Citibank operaba legalmente en territorio nacional. Asimismo se permitió el aumento de las uniones de crédito y se autorizaron la creación de otras instituciones financieras no bancarias, como casas de bolsa, arrendadores, aseguradores y casas de cambio.

coloca a la banca, no sólo en México, en todo el mundo, en una nueva situación de competencia y transformaciones de la actividad bancaria.

¹²⁵ Aspe, Pedro. “La reforma financiera de México” en *Comercio Exterior* Vol. 44 No. 12, México Diciembre de 1994.

¹²⁶ Ver anexo VII para mayores detalles.

¹²⁷ Gutiérrez, Antonio y Perrotini, Ignacio. “Liberalización Financiera y Estabilización Macroeconómica en México: Desafíos y Perspectivas” en *Investigación Económica* 209, México Julio – Septiembre de 1994.

- Se reorganizó las actividades financieras mediante la posibilidad de asociación entre diversas entidades financieras dedicadas a diferentes actividades dirigidas por una sociedad controladora, es decir, se establecen los *holdings*, entidades financieras que se mueven en un contexto de banca universal, que manejan varias actividades financieras y con ello abaten costos y obtienen mayores ganancias y le permite a los bancos, la principal controladora de los *holdings*, competir e ingresar a los mercados en los que se obtienen utilidades.
- Otro cambio importante y decisivo fue el de la privatización bancaria. La propia aparición de los *holdings* y la banca universal permitió este proceso ya que alentó a los inversionistas a llevar a cabo una fuerte inversión debido a que las expectativas de ganancia en el sector bancario eran sumamente altas¹²⁸. Es así como durante el período se privatizaron los 18 bancos existentes (ver Anexo III para mayores referencias) y los recursos obtenidos de la venta de los bancos significó una fuerte entrada de recursos al gobierno federal, como ya se vio con anterioridad.
- También la desregulación se llevó a cabo en lo que se refiere al mercado de valores. En este punto se modificó el marco regulatorio y, en especial, se impulsó la internacionalización del mercado.
- En lo que se refiere a la supervisión de las entidades financieras lo que se dio fue el paso de “una regulación directa a una más de tipo “prudencial””¹²⁹. Lo cual implica que el mecanismo de vigilancia de las entidades es del tipo de “autorregulación”, es decir, las propias entidades establecen sus límites y restricciones¹³⁰ pero siguiendo al menos los requerimientos mínimos de capital establecidos por el comité de Basilea y la creación de reservas preventivas.
- También, como punto clave, se llevo a cabo una reforma constitucional con el fin de otorgarle al Banco de México su plena autonomía. El objetivo era que Banxico se dedicara plenamente a la lucha contra la inflación y se evitará que fuera una fuente de financiamiento del gobierno federal y que la emisión monetaria no creara presiones inflacionarias¹³¹.

Ahora bien, “*En general, se supone que las coinversiones, las fusiones, la liberalización financiera y la competencia extranjera, las nuevas licencias bancarias, la consolidación de holdings y la disciplina fiscal aumentarían la rivalidad e inducirían una asignación eficiente y a costos competitivos del crédito*”¹³².

¹²⁸ Es por ello que en promedio la venta de los bancos se dio en un monto 3 veces mayor a su valor en libros y, en realidad, dadas las altas tasas de retorno que habían mantenido los bancos en los últimos años esta discrepancia entre el monto de venta con valor en libros estaba plenamente justificada debido a que el valor futuro de los bancos correspondía a una alta tasa de beneficios esperada.

¹²⁹ Cárdenas, Enrique. *La política económica en México. 1950-1994*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996.

¹³⁰ Ver Anexo VII.

¹³¹ Para mayores detalles ver Anexo VIII.

¹³² Gutiérrez, Antonio y Perrotini, Ignacio. “Liberalización Financiera y Estabilización Macroeconómica en México: Desafíos y Perspectivas” en *Investigación Económica* 209, México Julio – Septiembre de 1994. Subrayado nuestro.

Sin embargo, la reforma financiera trajo consigo mayores efectos negativos que positivos, como se vera más adelante.

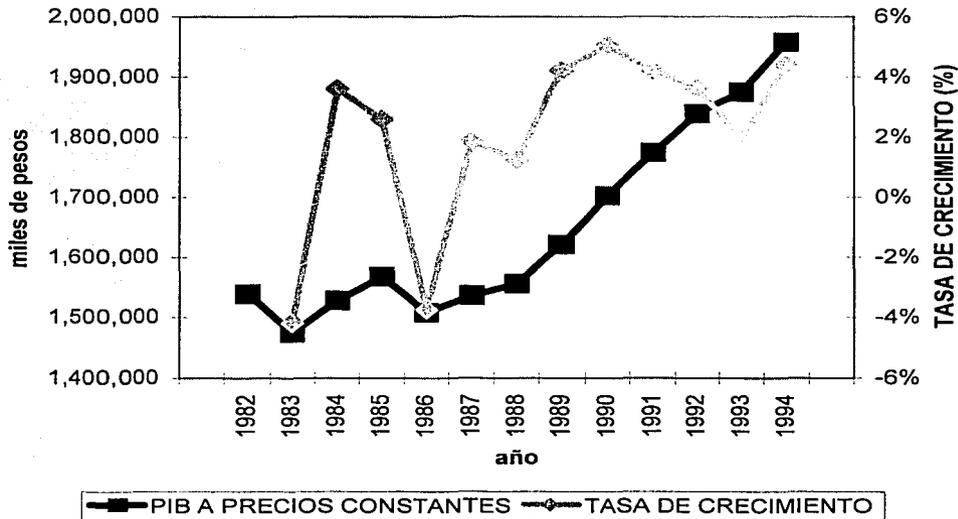
3.5.2 El crecimiento económico desequilibrado.

En primera instancia las políticas presentadas anteriormente tuvieron un éxito significativo. En primer lugar, se logró el objetivo fuertemente deseado, se controló la inflación, y, además, se consiguió que México tuviera su mayor etapa de crecimiento desde la aparición de la crisis de la deuda. Sin embargo, las condiciones en las que descansó el éxito obtenido no eran lo suficientemente fuertes y, de hecho, consiguieron crear una serie de desequilibrios macroeconómicos fundamentales que a la postre traerían consigo una crisis sistémica en nuestro país, la cual se tradujo en una crisis cambiaria y una bancaria que se presentó tanto por el lado de carteras vencidas como por el lado de los pasivos en moneda extranjera de los bancos.

En lo que se refiere al objetivo del crecimiento económico la gráfica 20 muestra que se cumplió el objetivo establecido.

GRAFICA 20

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL PIB REAL. 1982-1994



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, World Development Indicators CD-ROM, 2001

La gráfica muestra que de 1982 a 1988 el crecimiento real del PIB de México se mantuvo prácticamente estancado, con tasas de crecimiento que observan un movimiento oscilante año

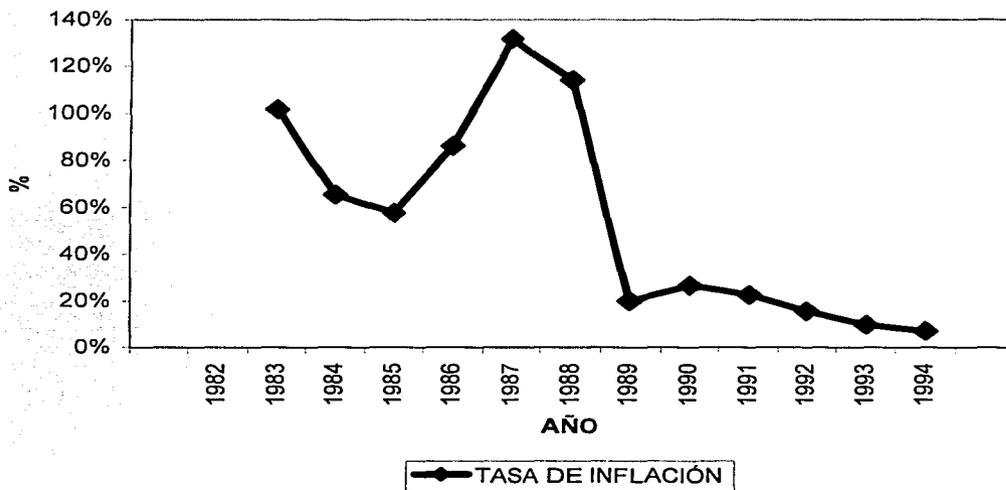
con año, incluso con dos años con tasas significativamente negativas, por lo que en un promedio anual lo que obtenemos es que el PIB creció en una cifra muy cercana al 0%. Mientras tanto, de 1988 a 1994 la situación es muy diferente, la tasa de crecimiento promedio anual pasa a ser de 3.91% y en todo este período año tras año hay un crecimiento positivo del PIB real, especialmente en 1990 en donde se encuentra un crecimiento ligeramente superior al 5%, pero sin duda, el éxito radica en que en todos estos años hay crecimiento positivo y en todos ellos a excepción de 1993, es mayor al 3%.

Esta situación significó que el PIB de 1988 tan solo es 2% mayor al de 1982, mientras que el de 1994 es 25% más grande que el de 1988, es decir, entre ambos periodos la diferencia en el crecimiento económico es significativa¹³³.

Mientras tanto, en lo que se refiere al control inflacionario los resultados también fueron positivos.

GRAFICA 21

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN 1982-1994.



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, *World Development Indicators CD-ROM*, 2001

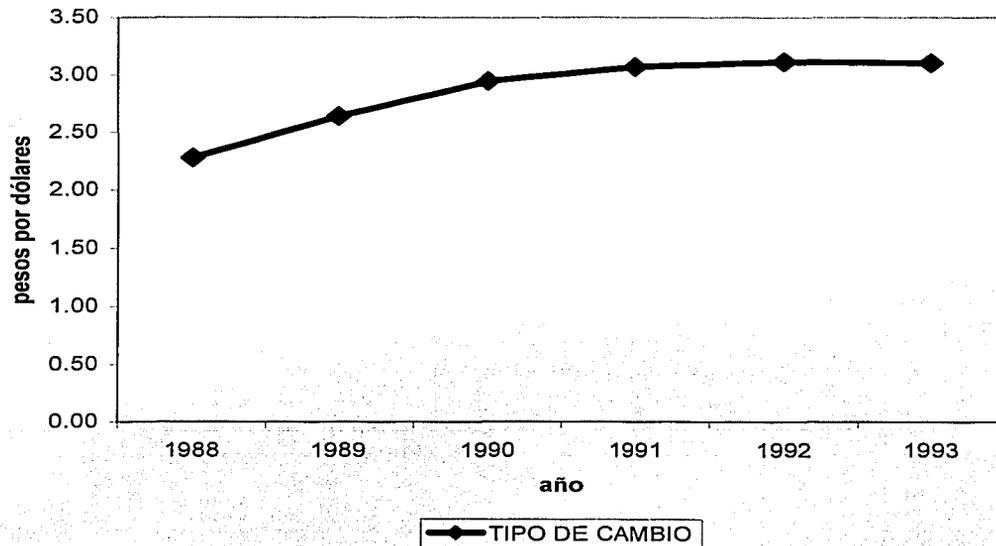
Se puede ver en la gráfica 21 que antes de 1988 las tasas de inflación son sumamente altas, la menor en ese período es del 57.75% en 1985, y en tres años, 83, 87 y 88 es mayor al 100%, por lo que se observó que la tasa de inflación promedio anual se estableció en un nivel muy cercano

¹³³ Ver el Cuadro A – 5.3 para la referencia a estos datos.

al 100%. Esta situación se logra frenar durante 1988 a 1994, en 1989 la inflación baja a niveles cercanos del 20% y a partir de 1990 empieza a comportarse a la baja para que en 1994 se ubique en casi el 7%, sin duda en este aspecto, las políticas de estabilización antiinflacionarias implantadas fueron todo un éxito y la principal razón para esto fue que el ancla más importante de los precios, el tipo de cambio, se mantuvo considerablemente estable como se muestra en la gráfica 22 en la cual se nota que de 1988 a 1993 el tipo de cambio tuvo una serie de deslizamientos devaluatorios no muy significativos¹³⁴ (especialmente de 1991 a 1993 como se ve en el cuadro A – 5.5) lo que significó que en esos años la paridad peso–dólar únicamente variara en tan solo el 36%, a una tasa promedio anual del 6.04%.

GRAFICA 22

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO. 1988-1993



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

Por lo tanto, todo parece apuntar que México se encontraba en el período de mayor éxito económico, en términos de crecimiento y control inflacionario, de su historia reciente, las expectativas del gobierno mexicano eran sumamente positivas, el presidente en curso, el Lic. Carlos Salinas de Gortari, anunciaba que México se encontraba en vías de pertenecer al primer mundo. Sin embargo, a pesar de los resultados positivos, la situación no fue del todo favorable para la economía mexicana, durante el período se gestó una nueva crisis financiera pero

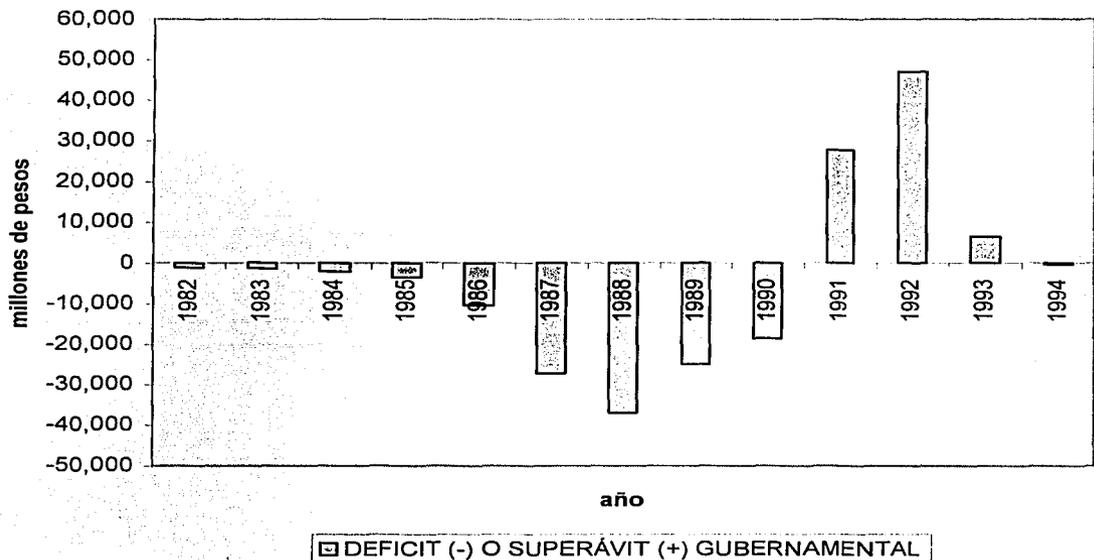
¹³⁴ Más adelante veremos que sucede en 1994.

entonces, ¿cómo es posible que ante el éxito se cayera en crisis? La respuesta a esta pregunta radica en que el crecimiento y estabilidad de precios experimentada se da sobre la base de cimientos débiles, es decir, se observó que conforme pasó el tiempo el crecimiento económico generó un desequilibrio externo sumamente importante, sin olvidar que se afectó a la base productiva nacional por dos vías, la llamada enfermedad holandesa y la renuncia del Estado a participar en actividades de inversión productiva.

Empezando con esto último, uno de los objetivos de las políticas de estabilidad y cambio estructural era el de reducir la participación del Estado en la economía y buscar que éste redujera su gasto público con el objetivo de evitar el alza inflacionaria generada por el aumento de emisión monetaria para financiar el gasto o que estimulara la demanda sobre una limitada oferta. Como se muestra en la gráfica 23, en este aspecto, las políticas también fueron un éxito.

GRAFICA 23

**MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL DEFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)
GUBERNAMENTAL. 1982-1994.**



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, **World Development Indicators CD-ROM**, 2001

Gracias a la reducción del gasto público y el aumento de los ingresos por la vía de las privatizaciones y la ampliación de la base tributaria el gobierno mexicano logró sanear unas finanzas que durante 1982 a 1988 mostraban un déficit gubernamental creciente. Es a partir de

1988 que este déficit empieza a disminuir y para 1991 se convierte en un superávit. Obviamente esto también representó un factor importante para la reducción de la inflación y la estimulación de la entrada de capitales del exterior que se mencionaba con anterioridad, sin embargo, esto también significó que *“el superávit fiscal se ha alcanzado a costa de sacrificar activos nacionales, como la inversión pública y el proceso de modernización de la planta productiva...”*¹³⁵, es decir, que el Estado ha abandonado su participación activa en estimular el crecimiento económico por la vía de la inversión pública tanto en obras de infraestructura como en buscar el crecimiento de sectores estratégicos y el desarrollo tecnológico.

Pero sin duda alguna, el mayor problema se presentó en la aparición de un fuerte desequilibrio en el sector externo. Como mencionamos con anterioridad la variable económica fundamental para el control inflacionario fue el tipo de cambio y el objetivo era el de mantenerlo estable, que como vimos, se cumplió, y se rompió en nuestro país la constante devaluación del tipo de cambio que todavía prevalecía de 1982 a 1988 como se ve en el cuadro A - 4.7. De 1988 a 1993 la paridad peso-dólar se mantuvo estable pero esta estabilidad no se encontraba sustentada en bases reales como se ve en el siguiente cuadro.

CUADRO 4
MÉXICO. INDICE DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN
DEL TIPO DE CAMBIO.
1988-1994

AÑO	TIPO DE CAMBIO	PRECIOS AL CONSUMIDOR DE MÉXICO	PRECIOS AL CONSUMIDOR DE ESTADOS UNIDOS	TIPO DE CAMBIO TEÓRICO	INDICE DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN
	PESOS POR DÓLARES A	1995=100 B	1995=100 C	(C / B)*A	%
1988	2.28	29.30	77.61	6.04	62.25%
1989	2.64	35.16	81.35	6.11	56.78%
1990	2.95	44.53	85.74	5.67	48.06%
1991	3.07	54.63	89.37	5.02	38.88%
1992	3.12	63.10	92.08	4.55	31.48%
1993	3.11	69.25	94.80	4.25	26.95%
1994	5.33	74.07	97.27	6.99	23.85%

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

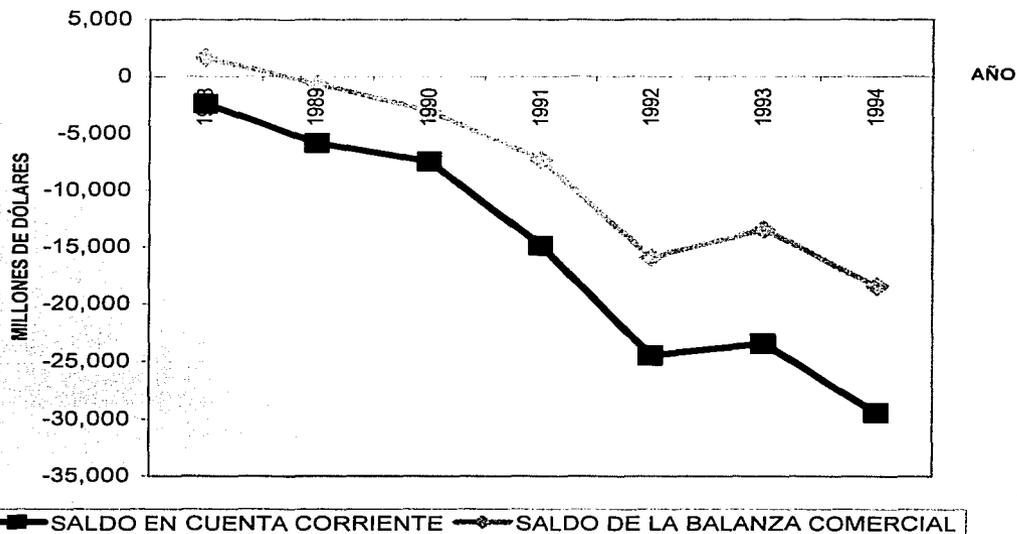
¹³⁵ Huerta González, Arturo La política neoliberal de estabilización económica en México. Editorial Diana, México 1994.

El cuadro 4 muestra que el tipo de cambio establecido durante el período no reflejaba el verdadero poder de compra de la moneda mexicana en comparación con el dólar. Los datos muestran claramente que a pesar de la reducción de las tasas inflacionarias el índice de precios de México muestra un mayor crecimiento que su similar estadounidense, mientras que este último pasa de 77.61 a 97.27, es decir, crece 20 puntos, el de México crece de casi 30 a 74, lo que indica un crecimiento de más del doble que al índice estadounidense que no es reflejado en el crecimiento del tipo de cambio. De acuerdo a los datos el tipo de cambio real (teórico) debería ser mayor al establecido, por lo tanto, lo que se observa en el período es una constante sobrevaluación cambiaria que de hecho es mayor a principio del período y que va disminuyendo.

Lo importante a destacar aquí es que bajo un contexto de liberalización comercial externa más la sobrevaluación lo que se provoca es un constante aumento de las importaciones, por su abaratamiento, y una reducción de las exportaciones, por su encarecimiento en los mercados a los que llegan, por lo que de tener un superávit comercial en 1988, a partir de 1989 se convierte en un déficit, que año tras año crece y genera como consecuencia un déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de capitales como muestra la gráfica 24.

GRAFICA 24

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL SALDO EN LA CUENTA CORRIENTE. 1988-1994



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

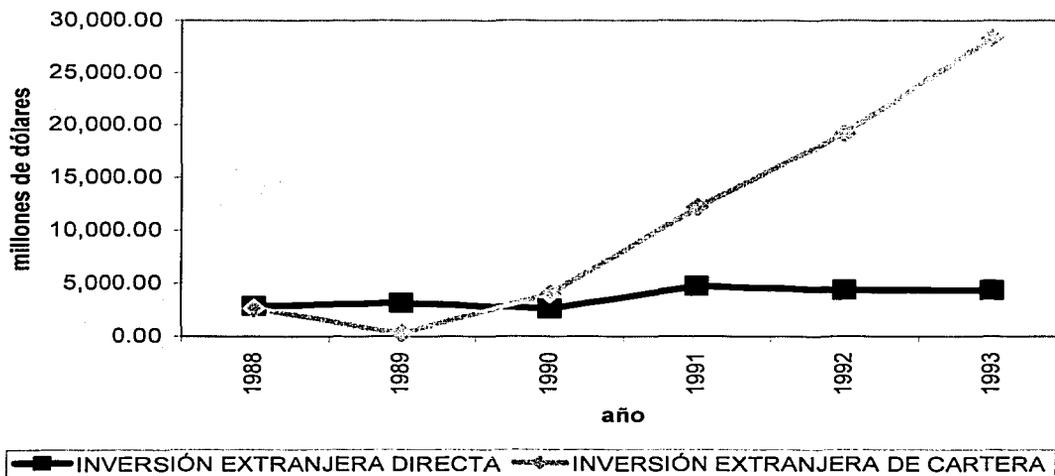
Obviamente con este enorme crecimiento del déficit en cuenta corriente se podría esperar que el gobierno mexicano actuara buscando su reducción por la vía de la devaluación cambiaria.

Sin embargo esto no es así, la intención del gobierno mexicano era el de mantener el tipo de cambio estable para mantener controlada la inflación y ante el déficit existente en la cuenta corriente la forma de defender el tipo de cambio y evitar su devaluación con el fin de realizar el ajuste externo se da por la vía de encontrar el equilibrio de la balanza de pagos por la vía de la cuenta de capitales. Lo que se necesita en este caso es que la cuenta de capitales presente un superávit lo suficientemente alto para financiar el déficit corriente.

Esta situación fue buscada por el gobierno mexicano por la vía de aumentar la inversión extranjera directa y de cartera por las vías mencionadas en la sección anterior y, como ya se mencionó, esto resultó también en un éxito. La gráfica 25 muestra claramente esta situación.

GRAFICA 25

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA. 1988-1993



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

De 1988 a 1993 la inversión extranjera experimentó un boom bastante significativo dando un giro de 180 grados a las condiciones prevaletientes en años anteriores en donde la entrada de capital externo a nuestra nación se mantuvo en niveles muy bajos. Como menciona Arturo Guillén *“Durante la administración de Carlos Salinas de Gortari el ingreso de capital extranjero cobró un auge sin precedentes. El éxito temporal alcanzado por el pacto en la*

*contención del proceso inflacionario, así como la renegociación de la deuda pública externa en el marco del Plan Brady, fueron determinantes en detonar el ingreso de capitales foráneos y la repatriación de capitales fugados.*¹³⁶

La inversión extranjera directa, estimulada también por el retiro del Estado en la actividad económica, muestra un aumento considerable que no se puede apreciar en su magnitud en la gráfica debido a que el aumento en la inversión en portafolio es sumamente más significativa, como se muestra en la gráfica y en el correspondiente cuadro 5. Prácticamente ambos tipos de inversión inician en el mismo nivel en 1988, y a partir de ese año las políticas aplicadas impulsan su escalada pero, como muestran los datos, la inversión de cartera (IEC) aumenta a pasos mucho mayores que la inversión directa (IED), en especial a partir de 1990, año en que se pone en marcha efectivamente el Plan Brady. Véase como en ese año la IEC crece en más del 1000% pero aun así aunque ya es mayor no se aleja tanto de la IED dado que un año antes había caído significativamente, pero a partir de 1990 se empieza a marcar la diferencia bastante evidente en la gráfica 25 para que en 1993 la IEC sea 6.5 veces más grande que la IED. Pero esto no significa que esta última no haya crecido, la IED también crece durante el período y en 1993 es 1.5 veces más grande que la existente en 1988, pero la IED crece más rápido y llega a ser en 1993 10 veces mayor a la de 1988.

CUADRO 5

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA 1988-1993

AÑO	INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA			INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA		
	TOTAL millones de dólares	NÚMERO ÍNDICE 1988=100	TASA DE CRECIMIENTO %	TOTAL millones de dólares	NÚMERO ÍNDICE 1988=100	TASA DE CRECIMIENTO %
1988	2,879.00	100.00		2,677.00	100.00	
1989	3,174.00	110.25	10.25%	298.00	11.13	-88.87%
1990	2,634.00	91.49	-17.01%	3,985.00	148.86	1237.25%
1991	4,762.00	165.40	80.79%	12,138.00	453.42	204.59%
1992	4,393.00	152.59	-7.75%	19,206.00	717.44	58.23%
1993	4,389.00	152.45	-0.09%	28,355.00	1059.21	47.64%

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance CD-ROM*, 2001

¹³⁶ Guillén Romo, Héctor. *México hacia el siglo XXI: crisis y modelo económico alternativo*. UAM y Plaza y Valdez editores, México 2000.

En este aspecto fue en el que en realidad consistió el éxito de la administración salinista, logró regresar a México a los mercados internacionales de capital, como menciona Alejandro Álvarez, *“Eso [la entrada de capitales], se nos repitió hasta el cansancio por Miguel Mancera, gobernador del Banco de México y por Pedro Aspe, entonces secretario de Hacienda..., era la mediada del “éxito” del país...”*¹³⁷

Pero las grandes entradas de capital a nuestro país se utilizaron para financiar el déficit en cuenta corriente y no para financiar inversión productiva ya que el capital que entró lo hizo con el fin de obtener ganancias de corto plazo en la inversión en bonos gubernamentales y en el mercado accionario, especialmente en el primero que otorgaba grandes rendimientos y bajo riesgo ya que era deuda soberana.

Es así como, el éxito en la entrada de capitales de corto plazo trajo consigo la posibilidad de financiar con creces el déficit en cuenta corriente y al mismo tiempo la posibilidad de acumular reservas internacionales que ayudaron a mantener el tipo de cambio en niveles de sobrevaluación. Nuevamente en palabras de Álvarez *“Al amparo de esa entrada masiva de capitales extranjeros, no sólo se sobrevaluó el peso sino que se hizo posible un crecimiento espectacular de las reservas monetarias internacionales de México, que alcanzaron cerca de 30 mil millones de dólares a principios de 1994.”*¹³⁸

La gráfica 26 muestra la mencionada acumulación de reservas internacionales de México y como es que de 1989 a 1991 éstas aumentan a tasas de crecimiento altas, en especial en 1990 y 1991 con 55.84 y 79.72% respectivamente.

Obviamente, esta atracción de capitales foráneos implicó un par de cuestiones:

- a) La necesidad de mantener tasas de interés altas para hacer atractiva la inversión en nuestro país en relación a otras naciones.
- b) Un cambio en la composición de la deuda externa mexicana que pasa a ser mayormente por la vía de la emisión de títulos financieros.

En lo que se refiere a la tasa de interés la gráfica 27 muestra como es que la tasa de interés internase mantuvo a niveles más altos que la externa¹³⁹ lo que implica un estímulo para el inversionista extranjero.

Mientras tanto, la gráfica 28 muestra el cambio en la participación de los bonos dentro de la deuda externa mexicana.¹⁴⁰

¹³⁷ Álvarez Bejar, Alejandro. “México 1995: Entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política” en *Investigación Económica* 212, México abril-junio de 1995.

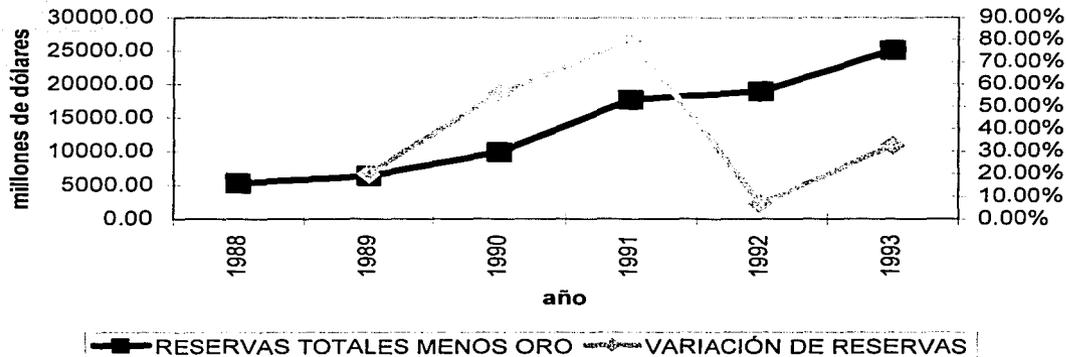
¹³⁸ Álvarez Bejar, Alejandro. “México 1995: Entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política” en *Investigación Económica* 212, México abril-junio de 1995.

¹³⁹ Utilizando en el caso de la interna la tasa representativa de CETES a 28 días y para la externa la tasa LIBOR que no se diferencia mucho de la tasa PRIME.

¹⁴⁰ Situación que se da tanto en la privada no garantizada como en la pública garantizada (que incluye la privada garantizada) como se observa en el cuadro A – 5.14 del anexo estadístico.

GRAFICA 26

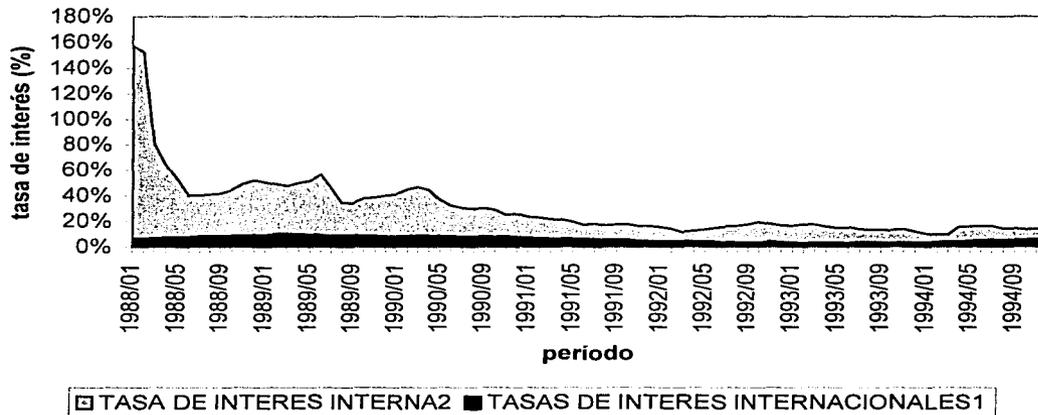
MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES 1988-1993.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

GRAFICA 27

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL ENTRA LA TASA DE INTERÉS INTERNA Y EXTERNA. 1988/01-1994/12

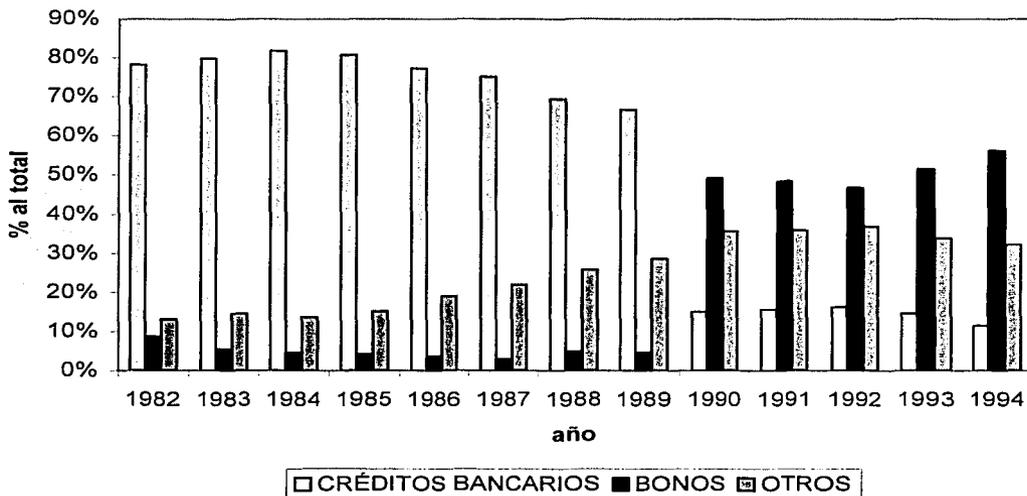


Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

Se puede apreciar como la deuda contratada por la vía de los bonos en 1994 es la que tiene la mayor participación porcentual en el total de la deuda externa y se nota como es que este cambio se da a partir de 1990, es decir, nuevamente en este aspecto el Plan Brady juega un papel importante.

GRAFICA 28

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LA DEUDA EXTERNA. 1982-1994



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial, Global Development Finance CD-ROM, 2001

Es así como puede verse en los datos anteriores que la lucha antiinflacionaria y los ajustes estructurales terminaron por crear un desequilibrio externo bastante importante pero que pudo ser sostenido por la entrada de capitales, el problema en este caso radicó en que estos capitales ingresaron al país buscando las ganancias de corto plazo, la composición de la inversión extranjera y de la deuda externa muestra esta situación. El capital foráneo, alentado por las diversas situaciones ya mencionadas, incluyendo la aparente estabilidad que se vivía en nuestra nación y los altos rendimientos generados por la mayor tasa de interés nacional en comparación a la externa, ingreso en oleadas al país pero dado su carácter de corto plazo en realidad no se tiene la total seguridad de su permanencia en el país, es decir, "...los capitales llegaron. Pero...los

capitales extranjeros llegaron como inversiones de portafolios y a colocarse en instrumentos financieros precisamente de corto plazo, que son, por naturaleza, extremadamente volátiles."¹⁴¹

Por lo tanto, la estabilidad de precios descansaban en propiciar la entrada de capitales y por ser estos de corto plazo en realidad la economía mexicana descansaba en un latente riesgo de devaluación e inestabilidad financiera, como menciona Arturo Huerta "la estabilidad cambiaria y el saneamiento de las finanzas públicas no están garantizadas más allá del corto plazo"¹⁴² por que "Al aumentar la entrada de la inversión especulativa, del crédito de corto plazo, así como la participación de ésta en el total de entrada de capitales, mayor es el riesgo de crisis cambiaria y en el sistema financiero nacional"¹⁴³.

Por que efectivamente, no sólo existía un peligro latente de crisis cambiaria ante una escapada del capital de corto plazo, también se generaron condiciones inestables en el sistema financiero interno.

En primer lugar porque la atracción del capital foráneo implicó el mantener a niveles considerablemente altos las tasas de interés por dos razones:

- a) Para hacer la inversión atractiva en nuestro país.
- b) Por que ante el ingreso de los capitales el gobierno mexicano se veía en la necesidad de llevar a cabo políticas de esterilización con el fin de no crear presiones sobre el tipo de cambio¹⁴⁴.

Esto implicó que, aunque en comparación a años anteriores sea más baja, la tasa de interés activa se mantuviera a niveles altos, tanto en términos reales, como en los nominales. En el cuadro 6 se puede apreciar esta situación.

Lo que nos interesa ver es la tasa de interés activa en términos reales, es decir, descontando la inflación. En este aspecto lo que nos muestra el cuadro 6 es que la tasa activa, a excepción de 1988, siempre es positiva y a niveles que podrían considerarse relativamente altas en comparación a las que se podría observar en otros países, por ejemplo, como Estados Unidos en donde esta tasa durante el mismo período no llega a ser mayor al 7%¹⁴⁵, mientras que para México el dato no baja más allá del 11%.

Es decir, que las condiciones del sistema financiero mexicano eran las de un encarecimiento del crédito¹⁴⁶.

¹⁴¹ Álvarez Bejar, Alejandro. "México 1995: Entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política" en *Investigación Económica* 212, México abril-junio de 1995. Subrayado nuestro.

¹⁴² Huerta González, Arturo *La política neoliberal de estabilización económica en México*. Editorial Diana, México 1994.

¹⁴³ Huerta González, Arturo *La política neoliberal de estabilización económica en México*. Editorial Diana, México 1994. Subrayado nuestro.

¹⁴⁴ Ver el Anexo IX para el esclarecimiento de lo que son las políticas de esterilización.

¹⁴⁵ Ver Calva, José Luis. "Crisis de los deudores" en Girón A. y Correa, E. *Crisis bancaria y carteras vencidas*. IIEc., UAM, México 1997

¹⁴⁶ Sin olvidar el alto margen financiero que estaban obteniendo los bancos dada la baja tasa de interés pasiva.

CUADRO 6
MÉXICO. DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERES PASIVA
Y ACTIVA
1988-1994

Año	TASAS REALES		
	TASAS DE INTERES PASIVA PROMEDIO (d)	TASA DE INTERES ACTIVA PROMEDIO (e)	DIFERENCIAL e-d
1988	-21.75%	-10.21%	11.54%
1989	20.50%	33.64%	13.14%
1990	8.72%	19.40%	10.68%
1991	-0.54%	11.23%	11.77%
1992	2.83%	14.16%	11.33%
1993	8.03%	21.81%	13.78%
1994	7.39%	25.51%	18.12%

Fuente: Tomado de Calva, José Luis, "Crisis de los deudores" en Girón A. y Correa, E. **Crisis bancaria y carteras vencidas.** IIEc., UAM, México 1997

En segundo lugar, porque esta situación se combinó con la llamada "enfermedad holandesa"¹⁴⁷ que deterioro las condiciones productivas internas nacionales de por sí ya considerablemente

¹⁴⁷ Es decir, una situación en la que una fuerte entrada de capitales a un país, paradójicamente, genera más efectos negativos que positivos. Esto se debe a que una alta entrada de divisas tiende a elevar los ingresos y la demanda interna generando dos efectos: a) un aumento de los precios internos más allá de los externos y una consecuente sobre valuación cambiaria, y b) ante la situación de apertura externa se da un alza en el precio de los bienes no transables (que no se comercian en los mercados externos) y una baja de los transables (los que si se comercian internacionalmente) porque en los primeros el aumento de la demanda no trae consigo un aumento correspondiente en la oferta, mientras que en los segundos, gracias al aumento de las importaciones, el aumento en la demanda si puede ser satisfecho (al mismo tiempo la sobre valuación cambiaria también abarata las importaciones y hace más grade la diferencia de precios entre bienes transables y no transables). Los efectos negativos de esto vienen en que las empresas nacionales que generan productos transables se encuentran con que sus precios de venta bajan mientras que sus costos aumentan por que sus insumos son mayormente de bienes no transables (por ejemplo gastos en agua, luz, salarios, etc.), por lo tanto, estas empresas tienden a perder mercado y a experimentar una reducción drástica en sus utilidades, situación que se agrava dado que la sobre valuación cambiaria hace que los consumidores prefieran productos importados a los de producción nacional. Por lo tanto el resultado es que la planta productiva doméstica tiende a debilitarse y puede llegar incluso hasta sufrir una quiebra masiva.

limitadas y se provocó una “*creciente insolvencia de las empresas*”¹⁴⁸ que puso también en peligro a la banca nacional al ponerla al borde de una crisis ya que a estas situaciones también se le añadió un boom crediticio que a la postre se tradujo en un vertiginoso crecimiento de carteras vencidas como veremos en la siguiente sección con mayor detalle.

En tercer lugar, por que la atracción del capital foráneo y la intervención esterilizada en el mercado de cambios por parte del gobierno federal implicó un nuevo aumento de la deuda externa, ya de antemano sumamente alta, como se ve en el cuadro 7 que muestra como a pesar de algunas reducciones al final del periodo la deuda externa total de 1994 es poco más de 40% más grande que la de 1988. Y, especialmente, se da el crecimiento de la deuda por la vía de los bonos, como se ve en la gráfica 28 y más específicamente en los cuadros que van del A – 5.11 al A – 5.13, donde se ve el aumento de la deuda pública utilizando títulos financieros pero que obviamente es el reflejo del Plan Brady ya que una alta parte de esta deuda titularizada es deuda ya existente con anterioridad contratada en la gestión de la crisis de 1982 y los años posteriores, es decir, es deuda que aún es parte del pasado pero que se expresa ahora bajo otra forma y que ha aumentado su costo por el aumento necesario de las tasas de interés para la atracción de los capitales y la esterilización de los mismo como se puede ver en la gráfica 29.

CUADRO 7
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL DE MÉXICO
1982-1994

Año	DEUDA EXTERNA TOTAL	NÚMERO ÍNDICE	TASA DE CRECIMIENTO
	Millones de dólares	1982=100	%
1982	86,080.60	86.76	-
1983	92,973.90	93.71	8.01%
1984	94,829.80	95.58	2.00%
1985	96,867.30	97.63	2.15%
1986	100,891.40	101.69	4.15%
1987	109,471.50	110.34	8.50%
1988	99,215.70	100.00	-9.37%
1989	93,840.60	94.58	-5.42%
1990	104,442.00	105.27	11.30%
1991	114,067.50	114.97	9.22%
1992	112,314.70	113.20	-1.54%
1993	131,726.30	132.77	17.28%
1994	140,193.30	141.30	6.43%

¹⁴⁸ Calva, José Luis, "Crisis de los deudores" en Girón A. y Correa, E. *Crisis bancaria y carteras vencidas*. IIEc., UAM, México 1997

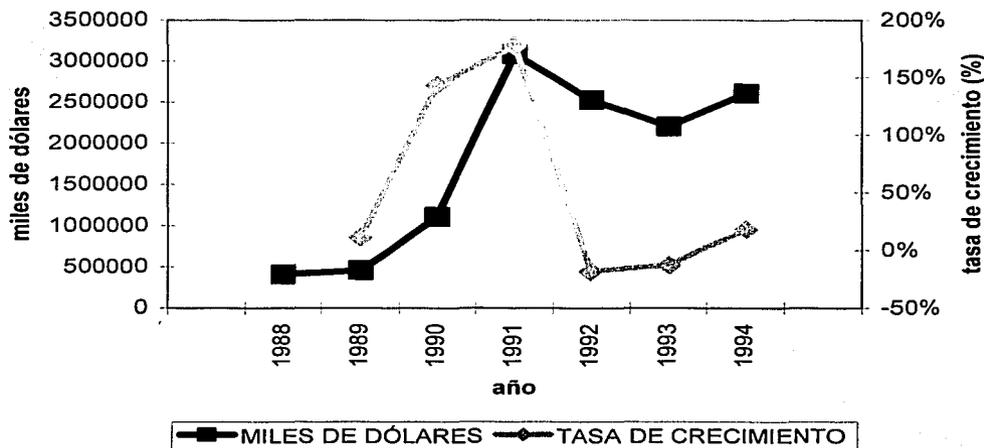
Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, 2001

Ahora bien, desgraciadamente, el modelo llevado a cabo por la administración de Salinas de Gortari no tuvo un final feliz, el desequilibrio externo resultó a la postre el detonante de la nueva crisis financiera. El modelo tenía una fuerte debilidad, se basaba en mantener la confianza de los inversionistas extranjeros y que se lograra mantener la entrada de capitales para defender el tipo de cambio.

Desafortunadamente, la confianza se mermó a lo largo de todo el año de 1994. Los sucesos acontecidos en ese año de hecho fueron en los que se basaron los autores mencionados en el segundo capítulo para establecer los modelos de crisis cambiaria de segunda generación porque el gobierno mexicano se encontró con una disyuntiva, un "trade off", la lucha contra la inflación o la corrección del desequilibrio externo, la lucha a la ultranza contra el alza de los precios del gobierno mexicano acabo por generar el ataque especulativo contra el peso, se precipitó la devaluación y, posteriormente, apareció la crisis bancaria, con juntándose de esta forma la crisis sistémica.

GRAFICA 29

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LOS INTERESES DE LOS BONOS DE LA DEUDA PÚBLICA GARANTIZADA. 1988-1994



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

3.5.3 Las consecuencias: La crisis sistémica.

A la larga, las condiciones en las que se dio el crecimiento económico y la estabilidad de precios durante el período resultaron insostenibles. El crecimiento desequilibrado y las condiciones externas de la economía mexicana no podían perpetuarse y continuar por siempre, en primera instancia lo que experimentó la economía mexicana fue una crisis cambiaria y después una bancaria. Veamos con un poco más de detalle estas dos situaciones.

3.5.3.1 La crisis cambiaria.

El déficit en cuenta corriente que había acumulado la economía mexicana a finales de 1994 era sumamente alto, alcanzaba proporciones cercanas a los 30 mil millones de dólares y esto implicó que el gobierno mexicano se encontrara frente a un fuerte "trade off": mantener la lucha a ultranza contra la inflación manteniendo el tipo de cambio sobre valuado y sostener el desequilibrio externo por la vía de alentar la entrada de capitales, o buscar el equilibrio comercial externo, lo que implicaba la devaluación del tipo de cambio y una consecuente presión inflacionaria.

A lo largo del período el gobierno mexicano se inclinó por la primera opción y con ello el desequilibrio externo creció a niveles insostenibles y bajo un contexto de latente inestabilidad dadas las características del tipo de capitales que entraron al país para financiar el desequilibrio y defender el tipo de cambio, es decir, había una latente crisis cambiaria si se revertían fuertemente los flujos de capital, lo que de hecho realmente llegó a suceder a finales de 1994.

Como se menciona con anterioridad, el modelo de crecimiento y estabilidad salinista tenía una debilidad, la entrada de capitales externos estaba condicionada a que se mantuviera la confianza de los inversionistas foráneos pero *"La confianza que los grandes agentes económicos tienen sobre la economía, no depende de la autonomía del Banco Central ni de los atributos que los expertos monetaristas, sino de la viabilidad de que se siga financiando la balanza de pagos, y de que se realice el ajuste externo, sin propiciar efectos devaluatorios y recesivos...La confiabilidad de los agentes económicos también se sustenta en la capacidad del gobierno para cubrir sus obligaciones financieras. Si éstas son comprometidas, ante alteraciones de la tasa de interés o del tipo de cambio, se modificará la confianza de los agentes."*¹⁴⁹ En el caso mexicano la desconfianza de los agentes vino por ambos lados.

El crecimiento económico observado a lo largo del período parecía prever que el gobierno de Salinas de Gortari tendría un cierre con broche de oro, algo que nunca llegó. En primer lugar el amplio déficit externo y la sobre valuación cambiaria generaron fuertes expectativas devaluatorias, el gobierno mexicano continuo optando por continuar la lucha antiinflacionaria y no relajar el tipo de cambio para disminuir el desequilibrio externo. *"El riesgo era claro. Si en cualquier momento se detenían los flujos de capital provenientes del exterior, la balanza de pagos estaría en una situación tan deficitaria que el tipo de cambio tendría que devaluarse"*¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Huerta González, Arturo *La política neoliberal de estabilización económica en México*. Editorial Diana, México 1994. Subrayado nuestro.

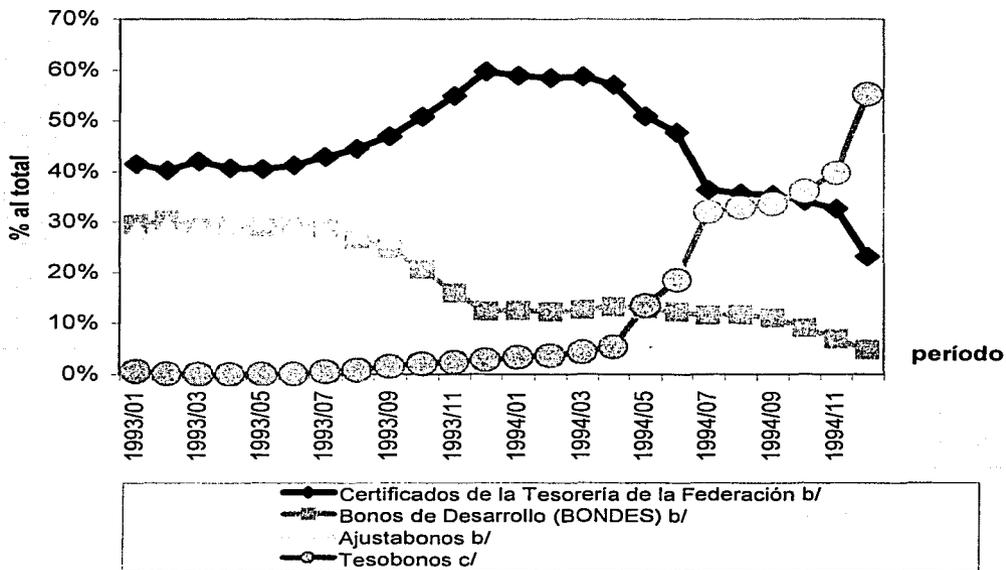
¹⁵⁰ Cárdenas, Enrique. *La política económica en México. 1950-1994*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996.

Los agentes económicos obviamente notaron esta situación y la incertidumbre cambiaria hizo su aparición en el escenario económico nacional y con ella obviamente también aumentó el riesgo cambiario de los inversionistas extranjeros "que exigieron ya no sólo tasas de interés más altas que en Estados Unidos, sino además, instrumentos que explicaran la protección del riesgo cambiario, sobre todo a partir del asesinato del candidato del PRI a la presidencia de la republica...el 22 de marzo de 1994".¹⁵¹

Como se ve, es un caso de un modelo de crisis cambiaria de segunda generación en donde el gobierno esta en un "trade off" y los agentes notan que existe la posibilidad de una devaluación y entonces especulan contra el tipo de cambio, la muestra de esta situación la da la gráfica 30 que muestra el caso de los llamados Tesobonos.

GRAFICA 30

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA COLOCACIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES. 1992/01-1994/12



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

¹⁵¹ Álvarez Bejar, Alejandro. "México 1995: Entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política" en *Investigación Económica* 212, México abril-junio de 1995 y ver capítulo anterior en la sección de crisis cambiaria porque una devaluación afecta a los inversionistas extranjeros. Con respecto a los acontecimientos políticos que estimularon la incertidumbre cambiaria solo mencionaremos el que cita Alejandro Álvarez porque es el de mayor factor además de que en el caso de Chiapas, aún después del levantamiento armado de enero de 1994 las reservas internacionales aumentaron.

El gobierno mexicano intentó a toda costa evitar la salida de capitales y por ello ofreció a los inversionistas nacionales y extranjeros que invirtieran en Tesobonos.

Los Tesobonos eran “*deuda del gobierno denominada en dólares, pero pagaderos en pesos a la tasa de cambio del mercado a su vencimiento. Por lo tanto, incluyen una opción con cargo extra equivalente al derecho de vender pesos por dólares a la tasa que prevalecía cuando fueron comprados los Tesobonos, pero con ganancias pagaderas en pesos*”¹⁵² con lo que los inversionistas se cubrirían del riesgo cambiario y lo trasladaban al gobierno mexicano porque al ser estos instrumentos pagaderos en dólares los inversionistas protegían su inversión ante cualquier eventual devaluación mientras que era el gobierno el que tendría que pagar los costos devaluatorios. Sin embargo, a pesar de los intentos y de que los inversionistas lograron cubrirse del riesgo, la incertidumbre cambiaria no cedió y los Tesobonos, que además eran de vencimiento a corto plazo, representaron una buena fuente para la especulación cambiaria y al final de cuenta estos instrumentos financieros fueron “*el factor que provocó la crisis al final, el pago a los tenedores extranjeros de Tesobonos, tenía una sorprendente similitud con las condiciones que precipitaron la primera crisis de la deuda*”¹⁵³.

La gráfica 30 muestra como a partir de abril de 1994 los Tesobonos empiezan a ganar terreno en la participación porcentual con respecto al total de los valores gubernamentales emitidos y en comparación a los meses anteriores el aumento de estos títulos en el mercado es espectacular, tanto así que ya para octubre de ese año superaban a los CETES como el principal instrumento de deuda gubernamental en manos de ahorradores privados, especialmente de origen extranjero.

Esta abrupta emisión de Tesobonos lo que hizo en realidad fue evitar parcialmente la caída de las reservas internacionales de México ante la evidente fuga de capitales que experimentaba el país a partir de marzo de 1994. De no haber utilizado este mecanismo “*las reservas se hubieran agotado en junio*”¹⁵⁴, pero en cambio, lo hicieron en diciembre, mes en el que precisamente los Tesobonos llegaban a su vencimiento y que ante la situación del país, los inversionistas no quisieron renovar, su intención fue la de sacar sus inversiones de México y “*las reservas mexicanas eran insuficientes para permitir que todos los tenedores extranjeros de Tesobonos los cambiaran al mismo tiempo...México no era un prestatario Ponzi, simplemente fue incapaz de enfrentar el flujo de rescate con su reserva de capital en dólares...y el gobierno mexicano se vio forzado a pedir prestadas las reservas de cambio extranjeras necesarias para cambiar los Tesobonos en dólares. Una vez más, el inversionista externo fue compensado dos veces por un riesgo que de hecho no se presentó, y los préstamos externos habían conducido a una crisis de*

¹⁵² Kregel, Jan. “Flujo de Capitales, Fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras*, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.

¹⁵³ Kregel, Jan. “Flujo de Capitales, Fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras*, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.

¹⁵⁴ Cárdenas, Enrique. “Lecciones recientes sobre el desarrollo de la economía mexicana y retos para el futuro” en Banco Nacional de Comercio Exterior, *México: Transición económica y comercio exterior*, FCE, México 1999.

*cambio*¹⁵⁵ y fue así que el 19 de diciembre se consumo el colapso cambiario debido a que ante la exigencia del pago de los Tesobonos, a fin de cuentas un tipo de deuda externa dado que su tenencia se concentraba en agentes externos, las reservas internacionales cayeron precipitadamente: *“Mientras que a principios de marzo de 1994 las reservas internacionales del Banco de México eran de más de 29 000 millones de dólares, para el 19 de diciembre, día de la devaluación, se habían reducido a 10 457 millones”*¹⁵⁶.

Esto significó que para finales de 1994 la inversión extranjera en cartera había caído abruptamente (ver cuadro A – 5.9) y que las reservas internacionales mexicanas se ubicarán en la dramática cifra de 6,278 millones de dólares, significando una reducción del 75% en comparación a diciembre del año anterior. Esta situación se tradujo en una devaluación del tipo de cambio de más del 70% de fin de diciembre de 1993 a fin de diciembre de 1994¹⁵⁷, es decir, que la paridad pasó de 3.11 pesos por dólar a 5.33 y después de que en los años anteriores, de 1988 a 1993, el promedio anual de devaluación había sido no superior al 7%. La gráfica 31 muestra la crisis cambiaria mexicana de 1994.

GRAFICA 31

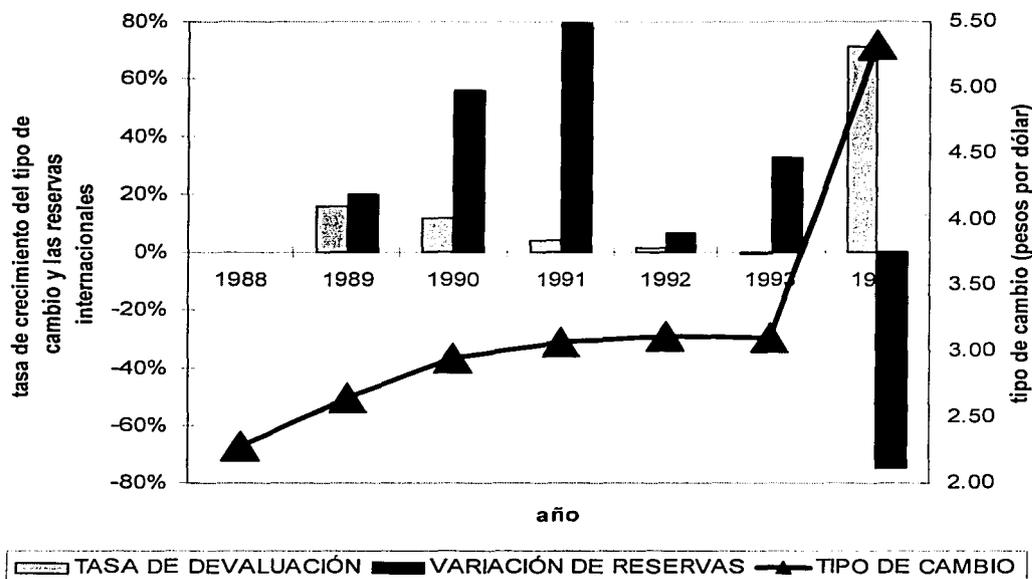
¹⁵⁵ Kregel, Jan. “Flujo de Capitales, Fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras**, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.

¹⁵⁶ Cárdenas, Enrique. **La política económica en México. 1950-1994**. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996, sin contar la reducción correspondiente a la emisión de Tesobonos.

¹⁵⁷ Recordando que incluso en el ínter del 19 al 31 de diciembre se llegó a observar un tipo de cambio aun mayor al de el día final del año que representaban una devaluación de más del 100% con respecto al año anterior.

GRAFICA 31

MÉXICO. CRISIS CAMBIARIA 1994.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

Tenemos en la gráfica anterior la tasa de devaluación y la variación de las reservas internacionales en columnas con sus valores en el eje Y izquierdo, y el movimiento del tipo de cambio en la línea, con sus valores en el eje Y derecho¹⁵⁸.

3.5.3.2 La crisis bancaria.

“En México, la crisis bancaria se inició inmediatamente después de la devaluación”¹⁵⁹, sin embargo, “The banking sector had already shown signs of fragility before the peso collapse in December 1994”¹⁶⁰, y desafortunadamente los problemas de la banca mexicana se generaron en ambos lados del balance.

¹⁵⁸ Incluso en lo que respecta al tipo de cambio puede observarse en el cuadro A – 5.21 que aún en 1995 se tiene una fuerte devaluación con respecto a 1994 y el tipo de cambio se llega a situar en 7.64 pesos por dólar.

¹⁵⁹ Armendáriz, Patricia. “Manejo de la liquidez y crisis bancaria: El caso de México.” en Correa, E. Y Girón, A. (comp.) *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras*, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.

¹⁶⁰ “El sector bancario ya presentaba signos de fragilidad antes del colapso del peso en diciembre de 1994” González-Hermosillo, Brenda, Pazarbasioglu Ceyla y Billings Robert. “Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico” en *IMF Staff Papers* Vol. 44 No. 3, Septiembre 1997.

Por un lado a lo largo del período las condiciones establecidas por la reforma financiera indujeron la aparición de un boom crediticio que alentó el crecimiento económico del período pero a la postre generó una crisis de carteras vencidas, es decir, problemas por el lado de los activos bancarios.

CUADRO 8

**MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO INTERNO.
1988-1995**

AÑO	CRÉDITO INTERNO		
	TOTAL tasa de crecimiento %	AL SECTOR PRIVADO tasa de crecimiento %	AL SECTOR PÚBLICO tasa de crecimiento %
1988			
1989	48.40%	110.36%	17.87%
1990	41.47%	60.30%	16.70%
1991	36.63%	57.99%	2.36%
1992	27.56%	60.92%	-44.60%
1993	11.93%	25.83%	-74.25%
1994	24.14%	36.68%	-372.69%
1995	5.41%	-6.45%	-141.78%

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, 2001

Fue en el año de 1992 en el cual la reforma financiera en México eliminó el encaje legal y se liberalizaron las tasas de interés. Esta situación rompió definitivamente con la “represión financiera” existente en nuestro país y a mediados de 1992 prácticamente la totalidad de bancos se encontraba nuevamente en manos privadas lo que permitió que estas instituciones financieras reorientaran su actividad crediticia hacia el sector privado.

En lo que respecta al boom crediticio el cuadro 8 es sumamente evidente. El total del crédito crece a tasas bastante elevadas a partir de 1988 lo que implicó que en 1995 el crédito interno sea más de 5 veces más grande que el que se tenía a principios de este período de estudio. Esta situación significa que en promedio anual el crédito interno experimentó un crecimiento del sorprendente 27.1%, mucho muy superior al crecimiento real que se experimentó en el producto interno bruto.

Otro punto significativo que muestra el cuadro 8 es la comparación entre el crecimiento del crédito al sector privado y aquel dirigido al sector público, resulta bastante evidente que en este auge crediticio el prestatario predilecto fue el sector privado y no sólo contando en éste a las empresas, también a los consumidores. Es así como se muestra en la gráfica 32 como el crédito

al sector privado crece mucho más que el que se dirige al sector público e incluso crece a una mayor rapidez que el crédito interno total.

La gráfica 33 muestra como crece el crédito interno total¹⁶¹ pero especialmente lo que nos interesa destacar es la composición del mismo. En 1988 la mayor parte del crédito interno está destinada para el Estado, obviamente la existencia del déficit público explica también en parte esta situación y al momento de aparecer un superávit gubernamental se crean condiciones para que esto cambie, lo que de hecho sucedió.

En 1989 prácticamente ambos sectores, el privado y el público, se reparten en igual proporción el crédito interno y a partir de 1990 el crédito destinado a financiar al sector privado empieza a crecer y a ganarle terreno al sector público de una forma bastante sorprendente para que a finales de 1995 del crédito total el sector público únicamente reciba un escaso 2.69%.

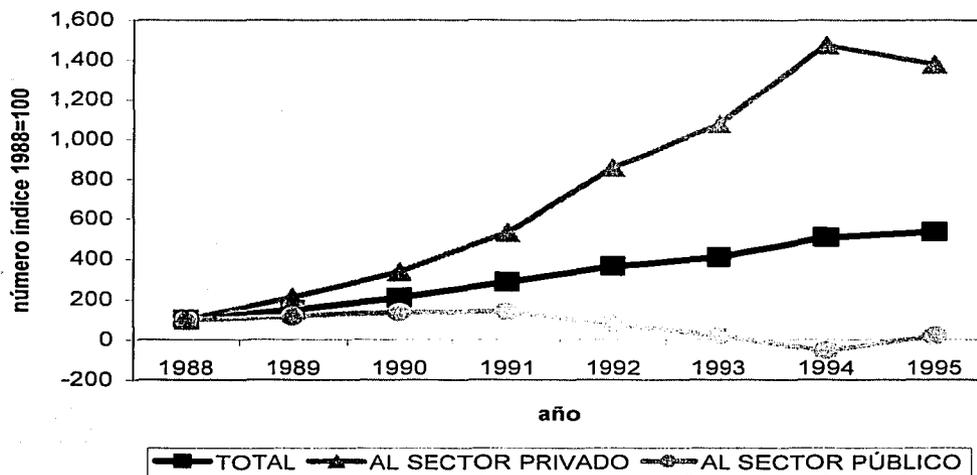
Por lo tanto el Estado dejó de ser el prestatario por excelencia, las condiciones de estabilidad de precios y crecimiento económico que se observaba desde 1988 y la baja de las tasas de interés en comparación a 1982-1988 derivadas de la reducción inflacionaria y la renegociación de la deuda externa se conjugaron como factores que aumentaron la confianza de los bancos (sin olvidar que el margen financiero existente también los estimuló) y los créditos empezaron a crecer y a satisfacer la demanda privada existente que no era considerada como sujeto de crédito desde la crisis de la deuda de 1982

Ahora bien, *“una característica sobresaliente de este auge crediticio fue el peso relativo de los créditos al consumo...En las carteras de los bancos se incrementó el peso relativo de las tarjetas de crédito, de préstamos para compra de automóvil y de los créditos hipotecarios”*¹⁶².

¹⁶¹ También ver el comportamiento del multiplicador monetario en el cuadro A - 5.27 ya la gráfica A - 5.1 donde se muestra su crecimiento impulsando el aumento del crédito interno.

¹⁶² Guillén R., Arturo. “El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana” en Comercio exterior Vol. 44 No. 12, México diciembre de 1994.

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO INTERNO. 1988-1995



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial, *Global Development Finance* CD-ROM, 2001

Mientras tanto, las empresas, especialmente las de mayor tamaño, optaron por endeudarse con el exterior dado que este tipo de financiamiento era más barato (ver el diferencial de las tasas de interés interna y externa) además de que la apertura externa y la inversión de capital extranjero les abría esa posibilidad.

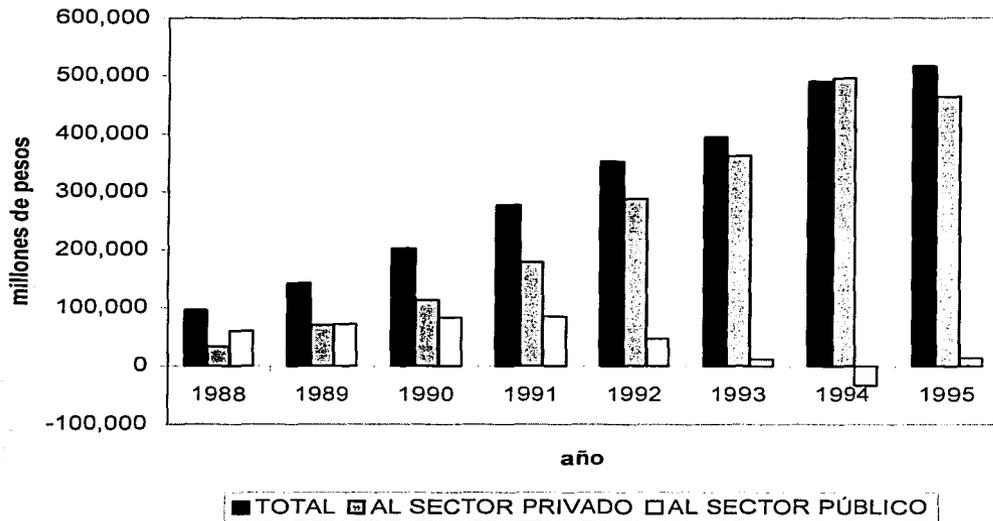
Ambas situaciones significaron que “El crecimiento desmedido del crédito privado interno y externo provocó sobreendeudamiento y falta de liquidez de las empresas y un crecimiento acelerado de las carteras vencidas de los bancos y de otros intermediarios financieros”

El crecimiento vertiginoso de las carteras vencidas encuentra dos puntos centrales de explicación, en primera este crecimiento acelerado se da no a partir de la crisis cambiaria de diciembre de 1994, esta es una situación que se vino presentando ya desde 1991, año en el cual la cartera vencida crece a un nivel cercano al 140% para pasar de 4 mil millones de pesos a más de 10 mil, mientras que la cartera total de ese año crecía a poco más del 21% lo que significaba que la banca mexicana alcanzaba en ese año un índice de morosidad que rebasa el 3.5% establecido por el Comité de Basilea.

Esta situación se continuó agravando en los años posteriores dado que la cartera vencida continuaba creciendo a tasas mayores que la cartera total como se ve en la gráfica 34.

GRAFICA 33

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO INTERNO. 1988-1995



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, Banco Mundial, Global Development Finance CD-ROM, 2001

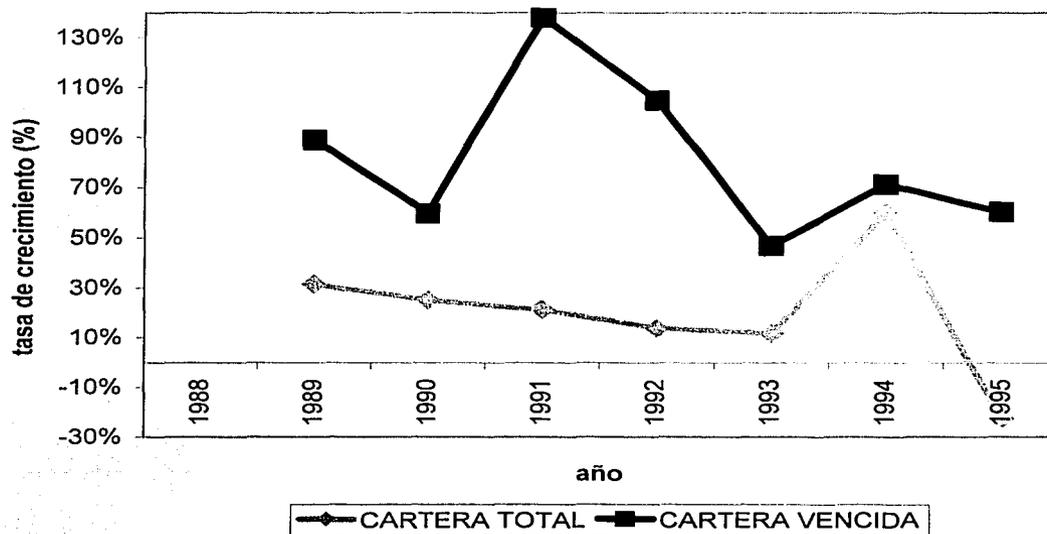
Esta situación puede ser explicada por diversos factores entre los que destacan:

- La apertura comercial y la sobre valuación cambiaria que por la enfermedad holandesa debilitaba paulatinamente las empresas nacionales y la colocaba en la incapacidad de realizar los pagos correspondientes a sus deudas.
- Por que el ajuste estructural establecido implicaba la aplicación de políticas recesivas y la renuncia del Estado en actividades productivas y con ello la inexistencia de una política industrial, agrícola y de estímulo al crecimiento económico general que aumentó la desventaja competitiva de los empresarios nacionales y, nuevamente, su incapacidad de pago.
- Por las elevadas tasas de interés para financiar el alto déficit en cuenta corriente que implicaban costos financieros desmesurados para las empresas nacionales.
- Por la práctica bancaria de cobrar intereses sobre intereses vencidos que aceleró la morosidad de los deudores, especialmente de aquellos que se endeudaron para financiar consumo.

- Por que la propia enfermedad holandesa implicó la desaparición de varias empresas y despidos masivos de trabajadores que se vieron imposibilitados en pagar sus deudas acumuladas.
- La desaceleración de la economía mexicana que aunque con tasas de crecimiento positivas, a partir de 1990 son cada vez menores, a excepción de 1994, pero que se colapsa en 1995 tras la crisis cambiaria.
- Por la casi inexistente regulación bancaria que derivó en políticas crediticias inadecuadas.

GRAFICA 34

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA CARTERA TOTAL Y VENCIDA DE LA BANCA COMERCIAL. 1988-1995.



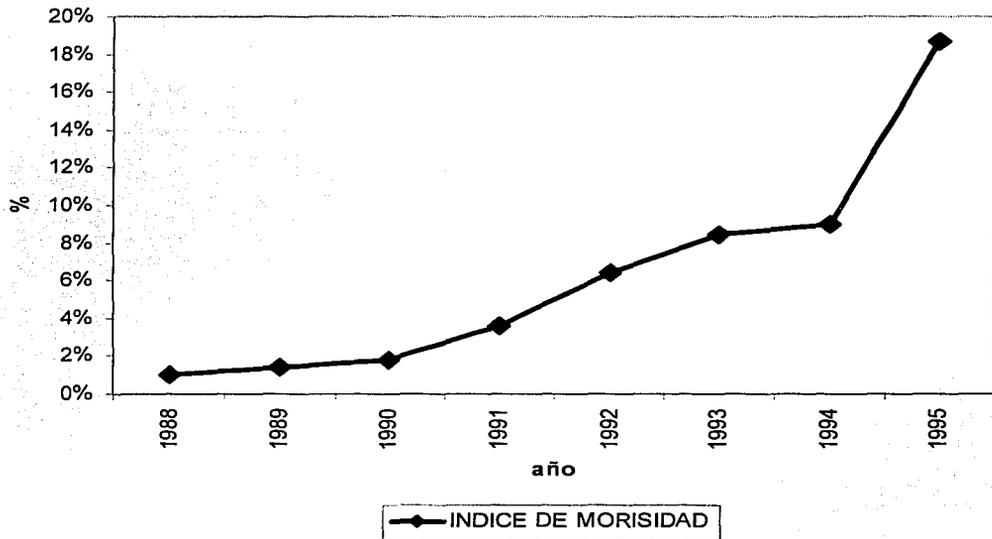
Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, Banco Mundial, **Global Development Finance CD-ROM, 2001**

Es así como la gráfica 35 muestra el incremento espectacular del índice de morosidad que experimentaban los bancos comerciales mexicanos.

Es importante hacer notar como es que efectivamente este índice se mantiene en constante crecimiento desde 1988 pero su aumento más importante se da en 1995. Los años anteriores a éste de por sí ya implican un fuerte aumento de la morosidad, el pasar de un 0.99% a un 9.02% en seis años, pero, en un solo año, de 1994 a 1995, se observa un crecimiento de la misma magnitud lo que es explicado por la crisis cambiaria de finales de 1994.

GRAFICA 35

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL INDICE DE MORISIDAD. 1988-1995



Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV, Boletín estadístico de Banca Múltiple, varios años.

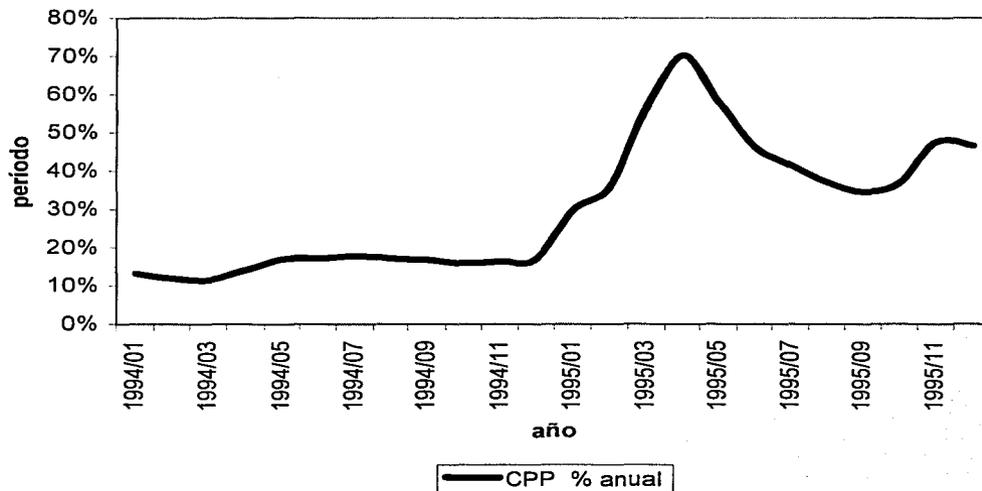
Además de que esta crisis cambiaria significó un aumento de las deudas de aquellos agentes que se habían financiado en dólares y también implicó una fuerte escalada de las tasas de interés. El gobierno mexicano intentó a toda costa retener la mayor cantidad de capitales posibles y evitar su fuga. La manera de realizar esto obviamente descansaba en ofrecerles a los inversionistas un mayor rendimiento que incluso superara el riesgo y las pérdidas derivadas del colapso cambiario.

Es así como se puede observar en la gráfica 36 el impresionante aumento de las tasas de interés, en este caso utilizando la tasa del Costo Porcentual Promedio, la tasa activa más significativa, pero que no se distancia mucho de las otras dos tasas de referencia, la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) y la tasa CETES a 28 días como se ve en el cuadro A - 5.26.

En la gráfica y en cuadro correspondientes se observa que en tan solo 3 meses la tasa de interés se eleva a más del doble y durante todo el año de 1995 no regresa a los niveles establecidos en

1994 y años posteriores. Esta escalada en las tasas de interés¹⁶³ precipitó aún más el nivel de la cartera vencida y significó la aparición de la crisis de carteras vencidas que conjugó una parte de la crisis bancaria mexicana.

GRAFICA 36
MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL COSTO PORCENTUAL
PROMEDIO. 1994/01-1995/12



Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV, **Boletín estadístico de Banca Múltiple**, varios años.

Por otro lado, las mismas posibilidades de apertura externa y entrada de capitales al país le abrió las posibilidades a la banca nacional de endeudarse con el exterior, se asumieron pasivos en dólares que aumentaron conforme avanzó el período a un ritmo mayor que los activos en dólares creando a la banca un serio problema de fragilidad externa, es decir, problemas por el lado de los pasivos y al mismo tiempo, también fue en factor determinante para el crecimiento del crédito interno.

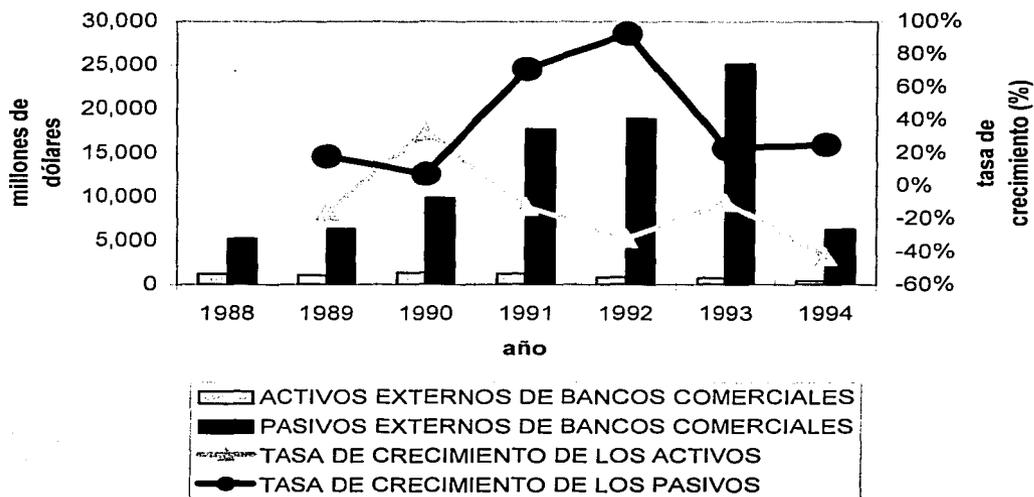
Esta fue otra de las consecuencias de la desregulación y liberalización financiera, al igual que las empresas no financieras, los bancos se encontraron que el fondeo externo era sumamente más barato que el interno y comenzaron a fondearse de esta manera y a intermediar las compras de activos y títulos financieros de los inversionistas extranjeros.

¹⁶³ Que se conjuntó con una contracción crediticia en 1995 como se muestra en el cuadro A – 5.24 donde se ve que en ese año el crédito total solo crece en 5% (y que de hecho para el sector privado se reduce) no suficiente para realizar operaciones de refinanciamiento.

El problema surge cuando lo que se observa es que los activos de la banca en moneda extranjera crecen a un menor ritmo que los pasivos y esto fue lo que sucedió en el caso mexicano como se muestra en la gráfica 37 en la que se ve el dinámico aumento de los pasivos en dólares de la banca y la dramática reducción de los activos.

GRAFICA 37

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS N
DÓLARES DE LA BANCA COMERCIAL



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, *International Financial Statistics* CD-ROM, 2001

Esta situación se explica por que la actividad de la banca mexicana se centró en financiar actividades económicas internas, es decir, que bajo esta situación la banca otorgaba créditos en pesos y pagaba deudas en dólares, por lo tanto, los activos en moneda extranjera crecen a tasas negativas año con año (excepto 1990) y van decreciendo en su monto, mientras tanto los pasivos crecen a tasas siempre positivas, en los últimos años muy elevadas, e incluso en 1992 cerca al 100% de crecimiento.

Esta situación significó que la banca mexicana se fuera encontrando poco a poco generando condiciones de fragilidad y posibilidades de insolvencia e iliquidez. Esto es lo que muestra la gráfica 38.

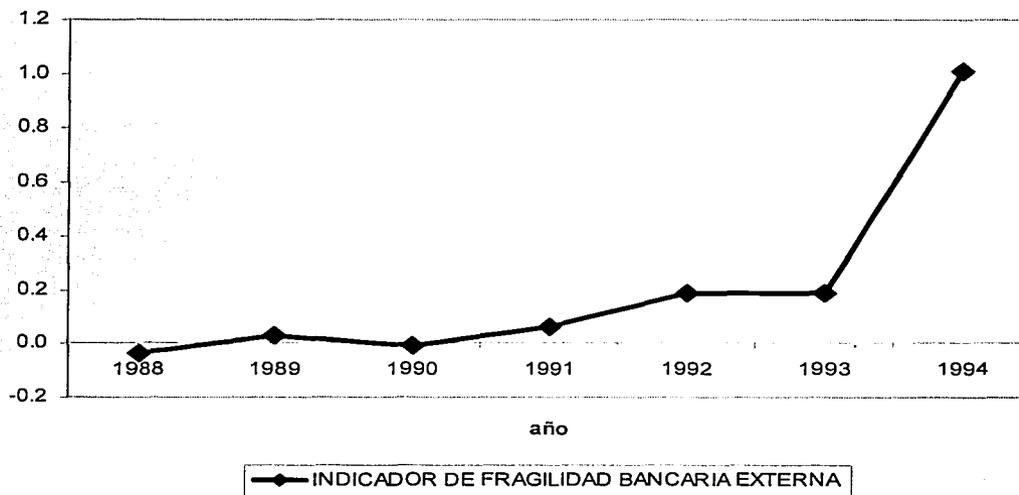
En ésta se muestra el indicador de fragilidad bancaria externa y lo hemos definido de la siguiente manera:

$$IFBE = \left(\frac{Pasex - Acex}{reservasInter} \right)$$

Es decir, la diferencia existente entre los pasivos y los activos en moneda extranjera entre las reservas internacionales del país. Este indicador arroja si es que las reservas internacionales son capaces de financiar la exposición en moneda externa de los bancos, es decir, si con la cantidad de reservas que se tiene es posible cubrir la deuda externa bancaria y lo que muestra la gráfica es que el indicador creció de 1988 a 1993 pero se mantuvo a niveles aceptables, no mayor al 0.2, sin embargo se puede ver como es que en 1994 tras la drástica reducción de las reservas internacionales y la devaluación del peso este índice supera ligeramente la unidad lo que indica que únicamente con la totalidad de las reservas se podía cubrir la deuda externa bancaria.

GRAFICA 38

MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL INDICADOR DE FRAGILIDAD BANCARIA EXTERNA 1988-1994.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, **International Financial Statistics** CD-ROM, 2001

Es así como la devaluación de diciembre de 1994 vino a poner en escandalosa evidencia que la banca comercial mexicana venía arrastrando desde la implantación de los procesos de desregulación y liberalización fuertes problemas en ambos lados de su balance: por los activos, una crisis de cartera vencida, por los pasivos, sobreendeudamiento externo. La crisis bancaria no se hizo esperar tras la crisis cambiaria, en 1995 los bancos reaccionaron ante el aumento de las

carteras vencidas con una política de restricción crediticia¹⁶⁴ buscando aumentar sus reservas y con ello estimuló la desaceleración económica y la insolvencia de los deudores.

Muchos de los bancos cayeron en una situación de quiebra técnica y el gobierno mexicano se vio en la necesidad de realizar un programa de rescate bancario que prácticamente ha significado una nueva estatización del sistema bancario para el año de 1995 y que el propio gobierno mexicano haya tomado como propia la deuda externa bancaria, lo que le ha representado al propio gobierno un costo calculado entre el 6 y el 12% del PIB¹⁶⁵ en 1996 sacrificando una enorme cantidad de recursos para el financiamiento al desarrollo.

¹⁶⁴ Ver los cuadros correspondientes al crédito interno y el multiplicador monetario.

¹⁶⁵ Ver la introducción de Girón A. y Correa, E. **Crisis bancaria y carteras vencidas**. IIEc., UAM, México 1997.

CONCLUSIONES

Como se aprecia en este tercer capítulo, México representa en las últimas tres décadas uno de los más claros ejemplos que se pueden obtener de los diferentes y variados tipos de crisis financieras. Las condiciones internacionales prevaecientes durante la década de los setenta abrieron grandes posibilidades para que los países en vías de desarrollo se endeudaran hasta llegar a niveles de sobreendeudamiento. México estuvo incluido entre estos países gracias a que el auge petrolero lo convirtió en un fuerte sujeto de crédito. Sin embargo, la situación no fue como se esperaba y nuestra nación cayó en una **crisis de deuda externa** sin precedentes en la historia especialmente porque arrastro a numerosos países especialmente de Latinoamérica. Los organismos financieros internacionales y los principales acreedores impusieron al gobierno mexicano la aplicación de una serie de políticas de estabilidad y ajuste estructural con el fin de que continuará realizando al menos una parte de la deuda. Esto implicó que de 1982 a 1988 México cayera en un estancamiento económico en el cual no tuvo acceso a nuevos créditos externos y, a pesar de los intentos, no se logró controlar la inflación y apareció una nueva crisis, **la crisis bursátil** de finales de 1987. Esta nueva crisis sumada con un ligero cambio de idea del FMI, los acreedores y el gobierno mexicano y el fracaso de las políticas antiinflacionarias ortodoxas propicio la implantación de otro tipo de políticas contra la inflación, las de corte heterodoxo, pero manteniendo el cambio estructural. El resultado fue que los objetivos de estabilidad de precios con crecimiento económico se cumplieron pero bajo un elevado costo. El crecimiento observado por la economía mexicana fue desequilibrado. La estabilidad de precios se dio especialmente gracias al mantenimiento estable del tipo de cambio y por ello durante el período (1988-1994) se propició un aumento constante del déficit externo el cual fue financiado por la vía del capital foráneo. A la larga el modelo fue insostenible, para finales de 1994 México se vio envuelto en una nueva crisis, una **crisis sistémica** que combinaba una crisis **cambiaría** y una del **tipo bancario**. A fin de cuentas, esta nueva crisis resultó ser un nuevo problema de sobreendeudamiento, externo e interno, que resulto inestable, y otra vez se crearon condiciones de fragilidad financiera que propiciaron la crisis.

CONCLUSIONES GENERALES

Las crisis financieras son un fenómeno sumamente interesante de estudiar y aunque éstas han aparecido repetidamente a lo largo de la historia del capitalismo¹, todo parece indicar que en las últimas tres décadas del siglo XX, las condiciones económicas prevalecientes al interior de cada país, pero, especialmente, las que se presentan en la economía internacional, han propiciado que las crisis financieras aparezcan con mayor frecuencia y con efectos y consecuencias más profundas y costosas. En nuestra introducción mencionábamos que desde 1975 hasta 1997 alrededor del mundo se habían presentado aproximadamente 158 crisis financieras en 50 países. ¿Por qué este aumento de problemas de inestabilidad y fragilidad financiera en todo el mundo? Es en estas conclusiones generales queremos abordar brevemente la respuesta a esta pregunta.

Tporowski², en su libro "The end of Finance", plantea que al igual que a finales del siglo XIX la economía se encuentra hoy en una "Era Financiera", la más grande de la historia, la cual se define como: "*a period of history in wich finance prospers with such apparent brilliance that it takes over from industrial entrepreneur the leading role in capitalist development*"³. Esta nueva "Era Financiera" aparece a partir de finales de la década de los sesenta cuando los índices de crecimiento económico bajaron y el sector productivo entró en crisis. La tasa de ganancia en el sector productivo había presentado una tendencia decreciente y los resultados positivos en la economía mundial que se experimentaron de 1945 a 1967 empezaron a flaquear y las recesiones económicas empezaron a hacer su aparición (1973, 1979), los motivos y causas de esta situación está fuera de nuestro alcance pero es a partir de entonces que la especulación financiera aparece con mucha fuerza como consecuencia de la reducción en la inversión productiva que ya no era lo suficientemente lucrativa como para impulsar y animar los "espíritus animales" de las hordas capitalistas.

El sector financiero se convirtió en la mayor fuente de utilidades y, por ende, en el mayor receptor de inversiones, y mientras se da la recomposición productiva se hace necesario abrir espacios para que las finanzas otorguen más y mayores posibilidades de ganancias y, por lo tanto, bajo los auspicios de los Estados nacionales y los organismos internacionales, se ha formado un enorme mercado financiero que como contraparte a los altos rendimientos genera altos niveles de apalancamiento de empresas, bancos, gobiernos soberanos y agentes económicos individuales.

Esta situación estimula la especulación financiera y al mismo tiempo aumenta el grado de inestabilidad por las grandes oportunidades de sobre endeudamiento y posibles crisis financieras en todos sus ámbitos: las crisis cambiaras por los sobre endeudamientos externos y la especulación cambiara; las crisis bursátiles por la inflación de los mercados de capital dada la especulación financiera; las crisis de deuda externa por los sobre

¹ Ver anexo I.

² Al igual que Karl Marx y otros autores importantes.

³ "*un periodo de la historia en el cual las finanzas prosperan con tal aparente brillo que le arrebatan de los empresarios industriales el rol principal en el desarrollo capitalista*" Toporowski, Jan. **The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives, and Pension Fund Capitalism** Editorial Routledge, Londres 2000.

endeudamientos externos privados y públicos; y las crisis bancarias por los sobre endeudamientos de los bancos y los agentes privados⁴.

La propia ruptura del sistema de Bretton Woods de la que hablamos al inicio del tercer capítulo no es la causa de la inestabilidad cambiaria y financiera que se vive en nuestra actualidad, hay que recordar que el crecimiento e impulso de las finanzas venía de años atrás con la aparición de los euromercados y la ruptura del sistema monetario internacional de Bretón Woods tan solo fue la expresión de la crisis productiva que ya comenzaba a causar estragos en todo el mundo. El rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods se convirtió en uno de los factores de mayor trascendencia en el auge de la especulación y la inestabilidad cambiaria sin olvidar que en el trasfondo de estos fenómenos subyace la falta de crecimiento de las actividades productivas. El desorden monetario internacional que surge después de 1971 es una muestra más de la permanente inestabilidad cambiaria y especulación monetaria existente en todo el mundo y que no crea condiciones para un crecimiento sostenido y estable.

A diferencia de los dorados treinta en donde las tasas de crecimiento positivas son continuas año tras año, a partir de 1971 y el rompimiento de Bretton Woods no sólo las tasas de crecimiento se establecen a niveles menores sino que también se observan tasas negativas que expresan la debilidad de la reconfiguración productiva y lo difícil del proceso que, además, se hace sumamente más complicado dada las condiciones financieras internacionales de alta especulación e inestabilidad⁵.

Esta situación que se menciona del debilitamiento del sector productivo y el nuevo liderazgo de las finanzas también aparece en el caso de México y, al igual que a nivel mundial, la decadencia de la industria mexicana se ve acompañada por un aumento en la actividad financiera como lo muestra la evolución del PIB total en comparación con el crecimiento de los instrumentos financieros (M4 - M1 que incluye, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, las cuentas de cheques, los instrumentos bancarios y no bancarios líquidos ofrecidos al público y los instrumentos financieros a plazo) y como también lo muestra la evolución del multiplicador financiero⁶. Esta situación es todavía más evidente para el período posterior a la crisis de la deuda de 1982 en donde las necesidades de financiamiento para el pago de la deuda estimula el crecimiento del sector financiero a tasas superiores al 40% y que en dos ocasiones (1986 y 1987) supera la barrera del crecimiento del 100%. Mientras tanto el multiplicador financiero (que indica cuantas veces el sector financiero aumenta la base monetaria de la economía) también evoluciona a la alza, en especial de 1988 a 1994 cuando se gesta la crisis bancaria y la acumulación espectacular de las carteras vencidas bancarias.

Ahora bien, los estragos de los problemas financieros son sumamente elocuentes en el caso mexicano. Es a partir de 1982 que el crecimiento económico de México se hace

⁴ Obviamente cada una de estas crisis también incluyen toda una serie de otros factores fundamentales que se vieron en el capítulo segundo, especialmente por los efectos de la incertidumbre y las expectativas de los agentes económicos.

⁵ Ver Anexo X.

⁶ Ver gráficas C - 1 y C - 2 del anexo estadístico.

fuertemente inestable, las tasas de crecimiento son más bajas que antes de la crisis y de hecho, como ya sabemos, en varios años se tornan negativas con especial magnitud debido a las crisis financieras recurrentes de México: 1982, 1987 y 1994, años en que el decremento económico es notable y bastante fuerte.

Esto hace evidente que mientras la economía mexicana, y mundial, no encuentre la vía de recuperación por el lado del sector productivo la inestabilidad financiera va a continuar latente por que la continua búsqueda de ganancias de corto plazo que alientan la especulación y el sobre endeudamiento de los agentes económicos continuará apareciendo y provocando una y otra vez crisis financieras que nuevamente repercuten en el crecimiento económico.

No sólo en México, también en muchos países del orbe, desarrollados y subdesarrollados, especialmente, se presentan estos problemas, la falta de capacidad del sector productivo para generar altas tasas de ganancia genera y propicia con fuerza el crecimiento desmedido de la especulación financiera. Alrededor del mundo se están llevado a cabo toda una serie de intentos por estimular el crecimiento del sector productivo, estos van desde las clásicas innovaciones tecnológicas, la creación de bloques comerciales y las privatizaciones para abrir espacios al capital privado hasta la precarización del trabajo, es decir, se esta buscando darle un nuevo impulso a la tasa de ganancia por medio de todas, o casi todas, las vías posibles explicadas por Marx en sus tomos 1 y 3 del capital: por plusvalía extensiva, intensiva, extraordinaria y sobre explotación. Obviamente el recorrido de este camino es sumamente doloroso ya que en su transcurso muchas pequeños y medianos capitales desaparecerán y aumentará en gran cantidad la mano de obra y bajarán los niveles de vida de la población mientras la recomposición productiva no es alcanzada.

Para finalizar, regresando un poco al cuerpo de la tesis, me gustaría señalar que me parece primordial reconocer la importancia del marco teórico utilizado para la elaboración de esta tesis debido a dos puntos centrales:

- Primero, porque es elemental reconocer que la teoría keynesiana y, principalmente, la post keynesiana, es aquella que de mejor manera y más completamente explica el fenómeno de la inestabilidad y las crisis financieras. En el primer capítulo y, más aún, en el segundo, se muestra como Keynes y los autores post keynesianos más importantes han otorgado grandes aportaciones para el estudio de las relaciones financieras dentro de una economía capitalista al reconocer la importancia de la no neutralidad y la endogeneidad del dinero, la importancia de la especulación, la incertidumbre y el tiempo histórico, que conjuntamente dotan al análisis de una economía monetaria - como lo es la capitalista - de una base más firme en el estudio de las relaciones prestamista - prestatario y que ayudan a la comprensión de cómo es que surge la inestabilidad financiera y con ésta las crisis.
- Segundo, porque al realizar el reconocimiento de la importancia de la teoría keynesiana y post keynesiana en su justa dimensión podemos entender más completamente la época actual de alta inestabilidad y especulación financiera y con ello tratar de minorizar las repercusiones de las crisis derivadas de estos fenómenos.

RECOMENDACIONES

Dentro de la teoría heterodoxa el paso de un sistema financiero frágil a uno robusto es inevitable y, por lo tanto, también lo son las crisis financieras. Este tipo de crisis son un fenómeno recurrente en el capitalismo y desde nuestra perspectiva, efectivamente, son imposibles de detener pero, si es posible aminorar sus costos y evitar que la crisis sea en exceso profunda, para ello realizamos las siguientes recomendaciones:

1. Como primera recomendación creo que es importante reconocer que los estudios de corte heterodoxo son una mejor base para comprender la economía actual y, por lo tanto, una mayor fuente de ideas para contrarrestar la inestabilidad financiera y los efectos de las crisis.
2. El estado debe estimular el sector productivo de la economía constantemente y mantener una política contra cíclica con el fin de: a) En el auge frenar la euforia y la especulación pero sin desestimular totalmente la actividad real y, b) En la depresión evitar que los flujos de efectivo de los prestatarios caigan por debajo de sus gastos por deuda lo que debe de hacerse con la estimulación de actividades productivas y con la actuación del Banco Central al estilo Minsky, es decir, dotando al sistema de la liquidez necesaria para aminorar la inestabilidad financiera creciente durante el ciclo económico.
3. Llevar a cabo un constante monitoreo de los indicadores financieros, márgenes de seguridad y tasas de rotación no sólo de empresas, bancos y agentes individuales sino también de los gobiernos soberanos y Bancos Centrales.

Ahora bien, también hay que tomar en cuenta y recordar que la actuación del Gran Gobierno y el Gran Banco para estimular el sector productivo por encima del financiero y aminorar la inestabilidad financiera de los agentes privados también tiene efectos desestabilizantes en el sistema como se mostró en la parta final de la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky, pero sin duda alguna su accionar y una constante supervisión de las actividades financieras en general pueden aminorar los efectos de las crisis financieras, que si bien son inevitables si es posible obtener un “aterrizaje lento” en lugar de una estrepitosa caída.

Para finalizar, otro par de elementos deben ser considerados:

- a) La reforma al Sistema Monetario Internacional (SMI), y;
- b) La atención a la regulación de las entidades financieras.

El primer punto porque tras la ruptura de Bretton Woods y el que el SMI no se centre en un patrón objetivo pero sí sobre la base del poder y las luchas políticas no habrá la suficiente estabilidad cambiaria que des estimule la especulación con respecto a los tipos de cambio que ha generado infinidad de crisis cambiarias alrededor del mundo.

Y el segundo punto, porque tras la búsqueda de abrir los espacios para la generación de mayores ganancias financieras en todo el mundo se impulsaron procesos de desregulación y

liberalización financiera sin entender que la total libertad y falta de regulación de las entidades financieras crea una enorme inestabilidad y aumenta los riesgos de crisis financieras dado que el mercado que se des regula no es un mercado en el que se comercie un bien como cualquier otro, el dinero es una mercancía especial, no neutral en el crecimiento o decrecimiento económico y, por ende, las entidades con la capacidad de crearlo tienen que estar reguladas para evitar períodos de crisis⁷.

OCTUBRE DE 2002.

⁷ Ver Carlos Díaz - Alejandro. "Adiós represión financiera. ¡Que tal, crac financiero!" en Bendesky, León (comp.), **El papel de la banca central en la actualidad**, CEMLA, México 1991.

282

BIBLIOGRAFÍA GENERAL.

1. Arnaudo, Aldo A. **Economía monetaria** Editorial CEMLA. México 1988.
2. Andjel, Eloisa. **Keynes: Teoría de la demanda y del desequilibrio.** UNAM, Facultad de Economía, México 1998.
3. Aftalion. F. Y Poncet, P. **Las tasas de interés** F.C.E. México 1985.
4. Aglietta, M. "Globalización financiera, Riego sistémico y control monetario en los países de la OCDE" en, **Pensamiento Iberoamericano No. 27** Enero junio 1995.
5. Álvarez, Alejandro y Mendoza, Gabriel. "México 1988: un capitalismo depredador en crisis" en **Cuadernos Políticos No. 53**, México enero abril de 1988.
6. Álvarez Bejar, Alejandro. "México 1995: Entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política" en **Investigación Económica 212**, México abril-junio de 1995.
7. Argandoña, Antonio. **La teoría monetaria moderna.** Editorial Ariel. 1981.
8. Armendáriz, Patricia. "Manejo de la liquidez y crisis bancaria: El caso de México." en Correa, E. Y Girón, A. (comp.) **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras**, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.
9. Arrizabalo Montoro, Xavier. **Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM.** Editorial Síntesis, Madrid 1997.
10. Arnaudo, Aldo A. **Economía monetaria** Editorial CEMLA. México 1988.
11. Asimakopulos, "Finance, liquidity, saving, and investment" en **Journal of Post Keynesian Economics Vol IX No. 1**, 1986.
12. Aspe, Pedro. "La reforma financiera de México" en **Comercio Exterior Vol. 44 No. 12**, México Diciembre de 1994.
13. Banco Mundial, **Global Development Finance**, 2001
14. BANXICO, "**Informe Anual 2000. Capítulo 4**"
15. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., **Indicadores Bursátiles.**
16. Calva, José Luis, "Crisis de los deudores" en Girón A. Y Correa, E. **Crisis bancaria y carteras vencidas.** IIEc., UAM, México 1997

17. Calzada Falcón Fernando y Hernández y Puente, Francisco. "¿Arde Wall Street? En **Economía Informa 158**, México noviembre de 1987.
18. Caputo Leiva, Orlando. "El crack en las bolsas de valores y la situación del sistema capitalista mundial" en **Economía Informa 158**, México noviembre de 1987.
19. Carlos Díaz - Alejandro. "Adiós represión financiera. ¡Que tal, crac financiero!" en Bendesky, León (comp.), **El papel de la banca central en la actualidad**, CEMLA, México 1991.
20. Carrasquilla, Alberto. **Causas y efectos de las crisis bancarias en América Latina** Documento del Banco Central de Bolivia.
21. Catalán, Ignacio. **Regulación financiera del Banco de México. Causas y consecuencias de los cambios en el período 1988 - 1994**. Tesis de Licenciatura, UNAM Facultad de Economía 1996.
22. Cárdenas, Enrique. **La política económica en México. 1950-1994**. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y FCE, México 1996.
23. Cárdenas, Enrique. "Lecciones recientes sobre el desarrollo de la economía mexicana y retos para el futuro" en Banco Nacional de Comercio Exterior, **México: Transición económica y comercio exterior**, FCE, México 1999.
24. Correa, Eugenia y Girón, Alicia. **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras** Editorial UNAM IIEc. México 1995.
25. Correa, Eugenia y Girón, Alicia. **La deuda externa: Grillete de la nación** Editorial Nuestro Tiempo. México 1989.
26. Correa, Eugenia y Girón, Alicia. **Integración financiera y T.L.C. Retos y perspectivas** Editorial UNAM IIEc. México 1995.
27. Correa, Eugenia. **Los mercados financieros y la crisis en América Latina** Editorial UNAM IIEc. México 1992.
28. Correa, Eugenia. **Crisis y desregulación financiera**. Editorial Siglo XXI, México 1998.
29. Chapoy Bonifaz, Alma. **Hacia un nuevo sistema monetario internacional** Editorial UNAM IIEc. México 1998.
30. Chávez Ramírez, Paulina. **Las cartas de intención y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982-1994** IIEc, UNAM, México 1996.
31. Davidson, Paul. "Finance, funding, saving, and investment" en **Journal of Post Keynesian Economics Vol IX No. 1**, 1986.

32. Del Villar, Rafael, Backal, Daniel y Treviño, Juan. **Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias**. Banco de México, diciembre de 1997.
33. Díaz Fuentes, Daniel. **Crisis y cambios estructurales en América Latina...** Editorial FCE. México 1994.
34. Dornbusch, R. Fisher, S. **Macroeconomía** Editorial Mc Graw Hill. 1998.
35. Estay Reyno, Jaime. "Una mirada al crack bursátil" en **Economía Informa 158**, México noviembre de 1987.
36. Estay Reno, Jaime. "América Latina ante la caída de las bolsas" en **Economía Informa 158**, México noviembre de 1987.
37. Ferri, Michael. **Mercados e instituciones financieras** Editorial Prentice Hall Hispanoamérica. 1996.
38. Flamant, Maurice y Singer Kerel, Jeanne. **Crisis y recesiones económicas**. Editorial Orkos-Tau. Barcelona, España.
39. FMI "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability." en **World Macroeconomics Outlook**, mayo de 1998.
40. FMI, **International Financial Statistics** CD-ROM, 2001
41. FMI "El contagio financiero internacional" en **World Macroeconomic Outlook**, mayo de 1999.
42. Gavin, Michael y Hausmann, Ricardo, "Las raíces de las crisis bancarias: el contexto macroeconómico.", En Hausmann, Ricardo y Rojas – Suárez Liliana **Las crisis bancarias en América Latina** FCE y BID. México 1997.
43. Giannetti Renato. **Crisis económicas: El Siglo XIX**. Editorial Orkos-Tau. Barcelona, España.
44. Girón González, Alicia. **50 años de deuda externa** Editorial UNAM IIEc. México 1991.
45. Girón González, Alicia. **Fin de siglo y deuda externa. Historia sin Fin, Argentina, Brasil y México**. IIEc. UNAM, Cambio XXI, México 1996.
46. Girón A. Y Correa, E. **Crisis bancaria y carteras vencidas**. IIEc., UAM, México 1997.

47. Girón González, Alicia. "Globalización financiera y mercados contestatarios" en Correa, E. Y Girón, A. (comp.) **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras**, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.
48. González-Hermosillo, Brenda, Pazarbasioglu Ceyla y Billings Robert. "Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico" en **IMF Staff Papers Vol. 44 No. 3**, Septiembre 1997.
49. Guillén Romo, Héctor. **El sexenio de crecimiento cero, México 1982 - 1988** Ediciones Era, México 1990.
50. Guillen Romo, Héctor. "La teoría de la sobre inversión de Hayek", en **Revista Comercio Exterior No. 600**. México diciembre del 2000.
51. Guillén Romo, Arturo. "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana" en **Comercio exterior Vol. 44 No. 12**, México diciembre de 1994.
52. Guillen Romo, Héctor. **México hacia el siglo XXI: crisis y modelo económico alternativo**. UAM y Plaza y Valdez editores, México 2000.
53. Gurría, Ángel. **La política de la deuda externa**, FCE, México 1993.
54. Gutiérrez Pérez, Antonio. "La caída de las bolsas de valores ¿Qué sucedió?" en **Economía Informa 157**, México octubre de 1987.
55. Gutiérrez Pérez, Antonio. "La caída de Wall Strett: Los limites y las consecuencias de la economía de endeudamiento" en **Economía Informa 158**, México noviembre de 1987.
56. Gutiérrez, Antonio y Perrotini, Ignacio. "Liberalización Financiera y Estabilización Macroeconómica en México: Desafíos y Perspectivas" en **Investigación Económica 209**, México Julio - Septiembre de 1994.
57. Huerta González, Arturo. **Economía Mexicana más allá del milagro**. Ediciones de cultura popular, IIEc, UNAM, México 1986.
58. Huerta González, Arturo. **Liberalización e Inestabilidad económica en México** Editorial UNAM FE. México 1992.
59. Huerta González, Arturo. **Riesgos del modelo neoliberal en México** Editorial Diana. México 1992.
60. Huerta González, Arturo **La política neoliberal de estabilización económica en México**. Editorial Diana, México 1994.
61. Huerta González, Arturo **Continúan las turbaciones de la economía: Carteras Vencidas** Editorial Diana. México 1994.

62. Huerta González, Arturo **Causas y remedios de la Crisis económica de México** Editorial Diana. México 1996.
63. INEGI, **Sistema de Cuentas Nacionales**, varios años
64. Kaufman, George. **El dinero, el sistema financiero y la economía** Universidad de Navarra. 1978.
65. Kalecki, M. **La teoría de la dinámica económica. Ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista**. Editorial FCE, México 1946.
66. Keynes, J. M. **Tratado del dinero**. Editorial Aosta, España 1996.
67. Keynes, J. M. **Teoría de la ocupación, el interés y el dinero**. F.C.E. México 1965
68. Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracks: Historia de las crisis financieras** Editorial Ariel Económica. España 1991
69. Kindleberger, Ch. **Financial Crises: Theory, History and Policy** Cambridge University press, 1982
70. Knight, **Riesgo, incertidumbre y beneficio**. Editorial Aguilar, Madrid 1947.
71. Kregel, Jan. "A note of finance, liquidity, saving, and investment" en **Journal of Post Keynesian Economics Vol IX No. 1**, 1986.
72. Kregel, Jan. "Flujo de Capitales, Fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico" en Correa, E. Y Girón, A. (comp.) **Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras**, IIEc. DGAPA, Ediciones El Caballito, México 1998.
73. Krugman, Paul, "International aspects of financial crises" en Feldstein Martin, **The risk of financial crises** The University of Chicago press, 1991.
74. Lacoue – Labarthe, "Les crises financières et leur propagation internationale" en falta ficha
75. Lance Taylor y Stephen A. O'Connell. "Una crisis al estilo Minsky" en **Investigación Económica 187**, México enero – marzo de 1989.
76. Levy Orlik, Noemí. "Kalecki: Inversión, inestabilidad financiera y crisis" en **Comercio exterior No.600**, México diciembre del 2000.
77. Levy, Noemí. **Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión en México 1960-1994**. Tesis doctoral, UNAM Facultad de Economía 1998.

78. Levy, Noemí. "Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis" En revista **Comercio Exterior No. 600**, México Diciembre del 2000.
79. Lustig, Nora. "El camino a la apertura económica." En **México hacia la reconstrucción de una Economía**. FCE México, 1994.
80. Lustig, Nora "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995" en **Revista de la CEPAL 61**, Abril de 1997.
81. Mantey de Anguiano, Guadalupe. **Lecciones de economía monetaria** Editorial UNAM. México 1991.
82. Mantey de Anguiano, Guadalupe. "Inestabilidad financiera mundial y conflictos de política en países industrializados: Necesidad de una nueva reforma al sistema monetario internacional" en **Problemas del desarrollo Vol. 29** Julio - Septiembre 1998.
83. Mantey de Anguiano, Guadalupe. "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX" en **Comercio exterior No. 600** México Diciembre del 2000.
84. Marx, Karl. **El capital** Volumen 1. Editorial Siglo XXI. México 1996.
85. Mata Mollejas, L. **Factores financieros en las crisis capitalistas** Universidad Central de Venezuela
86. Mauleon, Ignacio. **Oferta de y demanda de dinero. Teoría y evidencia empírica** Editorial Alianza. 1989.
87. Mc Kinnon, Ronald. **Dinero y capital en el desarrollo económico**. Editorial CEMLA, México 1974.
88. Mishkin, Frederic. **Money, interest rates and inflation** Editorial Aldershot. 1993.
89. Minsky, H. P. **Financial Crisis: Systemic or idiosyncratic** Jerome Levy Institute. Working paper No. 51. Abril 1991.
90. Minsky, H. P. **The Financial Instability Hypothesis** Jerome Levy Institute. Working paper No. 74. Mayo 1992.
91. Minsky, H. P. "Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo" **Investigación económica 167**, enero - marzo de 1984.
92. Minsky, H. P. "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies" **Journal of Economics Issues Vol. XXX No. 2** Junio 1996.

93. Minsky, H. P. **Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications** Jerome Levy Institute. Working paper No. 127. Octubre 1994
94. Minsky, H. P. "La Banca Central y el Comportamiento de una Economía." En Bendesky, León (comp.), **El papel de la banca central en la actualidad**, CEMLA, México 1991.
95. Minsky, H. P. "El Legado de Keynes" en **Investigación económica** 177, Julio – Septiembre de 1986.
96. Mollineux A. W., **Busines Cycles and Financial Crisis** The University of Michigan Press. 1990
97. Morgan, E. V. **Una historia de dinero** Editorial Aguilar, Madrid 1972.
98. Niemira, Klein. **Forecasting financial and economics cycles**. S. Wiley press, New York 1994.
99. Olarra Jiménez, Rafael. **El dinero y las estructuras monetarias** Editorial Aguilar. México 1967.
100. Ontiveros, Emilio y Valero, Franco. **Introducción al Sistema Financiero Español** Editorial CIVITAS. España 1994.
101. Ortíz Martínez, Guillermo. "La adecuación del marco legal del sistema. El paquete financiero de diciembre de 1989" en **La Reforma financiera y la des incorporación bancaria**. FCE. México, 1994.
102. Ortiz Martínez, Guillermo. "La autonomía del banco central" en **La reforma financiera y la des incorporación bancaria**. FCE. México, 1994.
103. Padilla Aragón, Enrique. **Ciclos económicos y política de estabilización**. Editorial Siglo XXI, México 1980.
104. Parguez, Alain. **Victoria Chick and then Theory of the Monetary Circuit: An Enlightening Debate** University of France – Comte. 2000.
105. Padoan, Pier Carlo "La inestabilidad financiera internacional y la acción colectiva: Implicaciones para los países desarrollados" en Ruiz Duran y Tello Macias (comp.) **Crisis Financiera y mecanismos de contención** FCE México 1990.
106. Paz, Pedro "Crisis financiera internacional, neoliberalismo y respuestas nacionales", en Varios autores. **Banca y crisis del sistema**. Editorial Pueblo Nuevo, México 1983.

107. Prelman, Martin **The natural instability of markets** St. Martin's Press. New York. 1999
108. Randall, Wray y Papadimitriou, Dimitri, **Minsky's Analysis of Financial Capitalism** Jerome Levy Institute. Working Paper 275. Julio 1999.
109. Ribas, Armando. **Teoría monetaria, inflación y tasa de interés** Editorial Ateneo. 1978.
110. Rivera de la Rosa, Jesús. "México: Del PAC al crack" en **Economía Informa 158**. México noviembre de 1987.
111. Rousseas, Stephen. **Post Keynesian Monetary Economics** Editorial M. E. Sharpe. New York 1992.
112. Ruiz Durán, Clemente. "Algunas hipótesis sobre el crack bursátil" en **Economía Informa 158**. México noviembre de 1987.
113. Sachs y Larrin, **Macroeconomía en la economía global**. Printence Hall Hispanoamericana, México 1994.
114. Santana, Ruddy. "La teoría deuda - deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: una comparación" en **Investigación Económica 215**, enero - marzo de 1996.
115. Secretaría de Energía. **Compendio Estadístico del Sector Energía**.
116. Sherman, Howard, **The business cycle** Princeton University Press, 1991.
117. Standford, Jon. **El dinero, la banca y la actividad económica** Editorial Limusa. 1977.
118. Steindel, J. **Madurez y estancamiento del capitalismo norteamericano** Editorial. Siglo XXI
119. Toporowski, Jan. **Monetary Policy in an Era of Capital Market inflation** Jerome Levy Institute. Working paper No. 279. Septiembre 1999.
120. Toporowski, Jan **The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives, and Pension Fund Capitalism** Editorial Routledge, Londres 2000.
121. Valenzuela Feijoo, José Carlos. **Crítica al modelo neoliberal: El FMI y el cambio...** Editorial UNAM FE. México 1991.
122. Varela Parache, Felik. **Sistema Monetario y financiamiento internacional** Editorial Pirámide. 1996

123. Vidal, Gregorio. **La crisis financiera** Editorial Nuestro tiempo. México 1986.
124. Villareal, René. **La contra revolución monetarista** Editorial FCE. México 1986.
125. Villar, Backañ y Treviño, **Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias** Documento del Banco de México, diciembre 1997.
126. Watchel, Paul. **Crisis en the economics and financial structure** Capítulo 1. Lexington Books. 1982.
127. Werners, Alejandro, "El efecto sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de las intervenciones en el mercado cambiario y del proceso de esterilización" **Documento de Investigación No. 9706. Dirección general de investigación económica. BANXICO**, México.
128. Whalen, Charles. **Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development** Jerome Levy Institute. Working Paper No. 227. Agosto 1999.
129. Wolfson, Martin. **Financial crisis: Understanding the poswar U.S. experience.** Editorial M. E. Sharpe, New York 1986.
130. World Bank, **World Development Indicators CD-ROM**, 2001
131. "Tras la caída bursátil, la sombra de la deuda externa de AL." En **Economía Informa 159**. México diciembre de 1987.

ANEXOS

**CRISIS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS EN EL
CAPITALISMO
DEL SIGLO XVIII AL XX.
(1720-1987)**

AÑO	PAÍS ES QUE AFECTÓ PRINCIPALMENTE	TIPO DE CRISIS
1720	Inglaterra	Financiera
1720	Francia	Financiera
1763	Países Bajos	Financiera
1772	Reino Unido	Financiera
1772	Países Bajos	Financiera
1793	Reino Unido	Financiera
1797	Reino Unido	Financiera
1799	Alemania	Financiera
1810	Reino Unido	Financiera
1816-1819	Reino Unido Estados Unidos Francia	Se da una crisis industrial, especulativa, agrícola (en el caso de Francia) y al final en 1919 una crisis financiera
1825-1826	Reino Unido Estados Unidos	Crisis de especulación bursátil que afectó al sistema bancario y monetario. En 1826 se convirtió en crisis industrial
1828	Francia	Financiera
1836	Estados Unidos, Reino Unido, Francia Alemania	Crisis especulativa internacional y crisis cambiarias
1837	Estados Unidos	Financiera

1838	Francia	Financiera
1847	Todos los países simultáneamente en especial Francia, Reino Unido y Estados Unidos	Crisis monetaria, crediticia, especulativa, cambiaria e industrial
1848	Todos los países europeos	Financiera
1857	Inicia en Estados Unidos y se propaga a varios países especialmente europeos	Contagio internacional
1864	Francia	Financiera
1866	Estados Unidos y se propaga a Reino Unido y Francia	Crisis de especulación y contagio internacional
1873	Inicia en Alemania y se trasmite a Reino Unido, Estados Unidos y Francia	Crisis bursátil, bancaria y cambiaria
1882	Estados Unidos, Alemania Reino Unido, Francia y Rusia	Crisis financiera sistémica y crisis industrial
1890-1893	Reino Unido Estados Unidos Francia	Crisis de especulación internacional (flujos de capital) y crisis industrial
1900-1903	Rusia Alemania	Crisis industrial y bursátil
1907	Estados Unidos Francia Italia	Es una continuación de la crisis de 1900-1903. Es una crisis monetaria, especulativa y bancaria.
1911-1913	Empieza en Alemania y se propaga a Reino Unido, Francia y Estados Unidos	Crisis Industrial
1920	Empieza en Estados Unidos y siguió en Reino Unido y Francia	Crisis industrial y monetaria y crediticia
1929	Inicia en Estados Unidos y se propaga a todo el mundo	Crisis bursátil de contagio internacional que generó una crisis industrial

1931-1933	Europa	Financiera
1937-1938	Estados Unidos	Crisis industrial
1948-1949	Estados Unidos y Europa	Crisis industrial
1952-1953	Estados Unidos, Reino Unido y Francia	Crisis monetario crediticia, especulativa e industrial
1957-1958	Estados Unidos	Crisis industrial
1966-1967	Alemania Reino Unido Estados Unidos	Crisis industrial derivada de problemas de demanda efectiva. Se transformó en numerosas crisis cambiarias
1974-1975	Inicia en Estados Unidos y Se propaga a todo el mundo	Colapso de Bretón Woods
1979-1982	Estados Unidos Todo el mundo	Financiera: Crisis de la deuda del tercer mundo
1982-1987	Estados Unidos Se propaga al resto del mundo	Financiera que culmina en un crack bursátil

Fuente: Giannetti Renato. **Crisis económicas: El Siglo XIX**. Editorial Orkos-Tau. Barcelona, España. 1988.
 Flamant, Maurice y Singer Kerel, Jeanne. **Crisis y recesiones económicas**. Editorial Orkos-Tau. Barcelona, España. 1988.
 Kindleberger, Charles. **Manías, Pánicos y Cracks: Historia de las crisis financieras** Editorial Ariel Económica. España 1991

PRINCIPALES CRISIS BANCARIAS
MÁS RECIENTES. 1975-1995

AÑO	PAÍS
1975-1985	España
1980-1982	Argentina
1980	Venezuela
1981	Uruguay
1981-1987	Filipinas
1981-1983	Chile
1982	Colombia Turquía
1982-1988	México
1982-1991	Estados Unidos
1982-1989	Ghana
1983-1987	Tailandia
1985-1988	Malasia
1988-1990	Benin
1988	Noruega
1988-1991	Costa de Marfil
1989	Sri Lanka
1990	Japón
1990-1993	Hungría
1991	Finlandia Noruega Suecia
1991-1992	Polonia
1992	Estonia

1994

México
Venezuela
Indonesia

1995

Argentina
Letonia
Lituania
Brasil

Encote, Del Villar, Rafael, Backal, Daniel y Trevino, Juan. **Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias.** Banco de México, diciembre de 1997.

LOS RESULTADOS DEL PROGRAMA INMEDIATO DE REORDENACIÓN ECONÓMICA (EL PIRE)¹

Nos concentraremos en ver los resultados de los aspectos económicos del PIRE relacionados a los ajustes interno y externo que se contemplaron en este programa de estabilización.

AJUSTES INTERNOS.

Inflación.

Desde 1983 hasta 1985 el objetivo principal de la política económica interna fue controlar la inflación y reducirla a niveles manejables. La estrategia antiinflacionaria se fincó, por un lado, en el fortalecimiento de la oferta, y por otro, en la adecuación del ritmo de expansión de la demanda con el potencial de respuesta de la producción. Es decir, se propuso igualar la oferta con la demanda, regulando ésta última de alguna forma. Así, se buscó como objetivo que para 1983 la tasa de inflación no excediera los objetivos planteados.

Sin embargo, la realidad fue distinta, aunque se registró una caída de la inflación para 1982, a partir de 1983 la inflación observada fue sumamente mayor a la inflación objetivo, como se observa en el siguiente cuadro.

CUADRO 1

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DURANTE EL PIRE 1980 - 1985.

AÑOS	INFLACIÓN OBJETIVO	INFLACIÓN OBSERVADA	DESVIACIÓN
1982	100%	58.99%	41.01%
1983	55%	102.26%	-47.26%
1984	30%	65.35%	-35.35%
1985	18%	57.78%	-39.78%

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

¹ Algunos de los datos presentados en este anexo pueden variar de los que se muestran en el cuerpo de la investigación debido a que el anexo fue escrito con un año de anterioridad aproximadamente a la realización del tercer capítulo de la tesis con el fin de evaluar la materia "Finanzas Bancarias" cursada con el Prof. Isaías Morales Najar, pero ambas fuentes estadísticas son de fiar y no presentan desviaciones que afecten los argumentos presentados en ambos escritos.

Dicha desviación puede ser explicada por la falta de flexibilidad de la oferta, debida principalmente a que del exterior no se recibieron las divisas necesarias para mantener la dinámica del aparato productivo que requiere de instrumentos importados. Dicha inflexibilidad de la oferta mantuvo permanentemente una mayor demanda que de oferta y, por ende, un crecimiento de los precios.

Ahora, si bien la inflación fue a la baja a lo largo del periodo, su desaceleración fue lenta y aún para 1985 se mantenía a niveles sumamente altos y muy por encima del objetivo planteado.

Se puede decir que un aumento en el gasto mayor al esperado contribuyó a validar el comportamiento de la inflación y a obtener una inflación mayor al objetivo en el año de 1984. Durante ese año continúa la política de ajuste de los precios controlados por el gobierno que se había iniciado en 1983, lo que de alguna forma contribuyó a mantener altos los niveles inflacionarios debido a que el índice de los precios controlados fue mayor en 10.4 % al crecimiento del INPC debido al fuerte propósito del gobierno para ajustar los precios y tarifas de sus productos a niveles más realistas que correspondiesen a los costos, y para eliminar los subsidios otorgados a los mismos. Como se ve en el cuadro 1 el objetivo inflacionario de 1985 fue aun mucho menos realista a las condiciones nacionales de la época ya que la inflación observada se separó con casi 40 puntos porcentuales del objetivo, lo cual fue impulsado tanto por el elevado nivel de gasto público, como por el continuo ajuste de los precios y tarifas de los bienes y servicios del sector público, así como por el desliz cambiario.

Por lo tanto, en cuanto a la inflación se refiere, el PIRE no cumplió con los objetivos propuestos durante los tres años de vigencia. La inflación observada con respecto a las metas originalmente establecidas para cada año se manifestó en desviaciones muy considerables, especialmente en los años de 1983 y 1985, como se ve en el cuadro anterior.

El alto proceso inflacionario se vio reflejado en la disminución del poder adquisitivo real de la población, especialmente en las clases asalariadas que se vieron obligadas a cambiar sus hábitos de consumo.

Déficit Público.

Durante el periodo 1983 - 1985, se aceptó como un hecho que el déficit del sector público era una de las causas principales de las altas tasas de inflación experimentadas. En 1983 se propuso la reducción del déficit público a 8.5% como proporción del PIB. Se precursó entonces que urgía aumentar los ingresos públicos a la vez de programar y hacer más eficiente el gasto, de tal forma que se pudiesen continuar las obras públicas que estaban en proceso. También se acordó que las modificaciones en los precios y tarifas de los energéticos estarían vinculadas a las variaciones en el precio internacional del petróleo. En ese año el déficit público llegó a 8.9% del PIB, pero a costa de una reducción relativa del gasto proporcionalmente mayor al incremento del ingreso. Ello se debió, sobre todo, a que la caída de la actividad económica se reflejó en una menor recaudación tributaria real.

En 1984 se propuso reducir el déficit mediante el logro de un aumento en los ingresos del sector público en cerca de un punto porcentual del PIB. Se pretendía que el déficit público llegara a 5.5% del PIB, lo que permitiría un financiamiento sano del gasto excedente del sector público, es decir, que habría un uso menor de los recursos del exterior que en 1983, a la vez, liberando un volumen importante de recursos para el financiamiento de la economía. A este respecto en 1984 la importancia del renglón de intereses como proporción del gasto corriente del sector público federal se redujo, al pasar de 36.9% en 1983 a 33.9% en 1984. El financiamiento del déficit del sector público durante ese año provino en su mayor parte de fuentes internas. Es así como el déficit público en 1984 se desvió de su nivel objetivo al llegar a ser del 9.6% del PIB

En 1985 se estimó que el déficit se redujera aún más y se situara a 3.5% del PIB, logrando esto mediante el ajuste estructural de las finanzas públicas, como se venía intentando desde 1983, y mejorando los niveles de recaudación tributaria. La meta mencionada no se alcanzó y el porcentaje fue del 10.1%. Ello se debió en primer lugar a la caída del valor de las exportaciones petroleras que determinó la reducción de los ingresos públicos en 9.7% del PIB, a la erosión en la recaudación tributaria, debida a la inflación, al deterioro de los precios y tarifas del sector público en términos reales, y a los altísimos costos que originaron los gastos de la construcción y recuperación caudados por el terremoto de septiembre de 1985.

Podemos apreciar en cuadro 2 que los distintos intentos de ajuste en las finanzas públicas no lograron su objetivo y, lo que es más, hubo circunstancias varias como el terremoto o la caída de los precios del petróleo que hicieron punto menos que imposible el logro de las metas trazadas por el PIRE en este renglón.

CUADRO 2

MÉXICO. DESVIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO OBSERVADA DEL OBJETIVO COMO PORCENTAJE DEL PIB. 1983 - 1985

AÑO	DÉFICIT OBJETIVO	DÉFICIT OBSERVADO	DESVIACIÓN
1983	8.50%	8.90%	-0.40%
1984	5.50%	9.60%	-4.10%
1985	3.50%	10.10%	-6.60%

Fuente: BANXICO, Informes anuales.

Por lo tanto, los objetivos en el déficit público, al igual que los de inflación, no se lograron, determinando un segundo punto de fracaso del PIRE.

Empleo y Salarios.

En este aspecto la meta del PIRE fue la de proteger el empleo a la vez que proteger el poder adquisitivo del salario. En 1983 el PIRE establecía que el empleo no podía rebasar el 8%, y que esto se debía lograr mediante la incorporación de programas nuevos de carácter transitorio que pudiera crear entre 500 y 700 mil empleos adicionales. En realidad, en 1983 se registró una caída en el empleo total medio del 0.36%, lo que no fue muy significativo y se calificó de exitoso. Esta pérdida de empleo en la economía "registrada" se consideró que pudo haber sido compensada por la ganancia de empleo en la economía "no registrada", dada la expansión que se experimentó en el sector agrícola y en algunas ramas del sector servicios en ese año. En cuanto a los salarios reales, éstos cayeron pero esta prudencia que caracterizó a los aumentos nominales contribuyó a evitar un mayor deterioro de la planta productiva y un desempleo masivo.

En 1984, siendo más realista, el PIRE establecía la creación de 300 a 400 mil empleos con los programas de emergencia. También se planteó que la negociación salarial debía ser mínimo de la misma magnitud que la inflación. Sin embargo, en 1984 el salario real cayó en 26.5% pero al mismo tiempo la tasa de empleo registrado se incrementó en 4.9%, por que hubo que sacrificar poder adquisitivo a cambio de nuevos impuestos.

Finalmente, en 1985 el mismo tono de optimismo, se propuso la inducción de un aumento del salario real junto al ya tradicional objetivo de proteger el empleo. Se pretendía revertir la tendencia al deterioro que la crisis le imprimió al salario real en los dos años anteriores, no obstante, en dicho año el salario se contrajo 26.7%

Producción.

El nivel de actividad económica en el periodo 1983 - 1985, se caracterizó por no considerarlo como el objetivo central y tomarlo como un reflejo de cómo la economía estaba funcionando en sus demás partes integrales.

En 1983 se propuso proteger y estimular los programas de producción, donde la reordenación propuesta del gasto público, el programa de protección a la planta industrial y los lineamientos para la moderación de las utilidades y los salarios constituían los principales ejes de acción para mantener e incrementar la producción. En ese año el PIB cayó 4.19%, lo que contribuyó a la reducción de la oferta agregada, con la incidencia en la inflación que ya puntualizamos en líneas anteriores. La caída en las importaciones en proporción mucho mayor que la reducción de la producción, indica que en 1983 ocurrió un importante proceso de sustitución de importaciones, o una desacumulación, no sólo de inventarios sino de maquinaria y materias primas importadas también. Además, se puede especular diciendo que tanto la producción como la oferta interna respondieron a la fuerte caída de la demanda.

Para 1984 se propuso que la tasa de crecimiento del PIB fuese entre 0 y 1% en términos reales, para así observar una ligera recuperación. Este objetivo se rebasó con creces, registrando un crecimiento del PIB cercano al 4%, lo que era contrastante con las disminuciones observadas en 1982 y 1983 (ver cuadro 3). Como consecuencia de este rápido crecimiento del PIB, se dice que la economía se "sobre calentó", puesto que la demanda no reaccionó con la oportunidad esperada, creando inventarios no deseados que más tarde se reflejarían en menores ganancias, mayores costos y menor incentivo de producción a nivel global.

CUADRO 3

MÉXICO. DESVIACIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB EN RELACIÓN AL OBJETIVO DURANTE LA APLICACIÓN DEL PIRE 1983 - 1985

Año	TASA DE CRECIMIENTO OBJETIVO	TASA DE CRECIMIENTO OBSERVADA	DESVIACIÓN
1983	-	-4.19%	-
1984	0.0 % - 1 %	3.61%	3.70%
1985	4.0 % - 5.0%	2.59%	-2.41%

Fuente: BANXICO, Informes Anuales.

En vista del aparente éxito obtenido en 1984, se propuso que en 1985 la economía debía crecer entre el 4 y el 5%, por medio de un mejor aprovechamiento de la capacidad no utilizada y del consiguiente aumento del producto per cápita. Es decir, se pretendió el apoyo de la reactivación económica avanzando en el cambio estructural del aparato productivo. Sin embargo, el PIB sólo creció en 2.59% en términos reales. Este resultado que se consideró desfavorable en el momento, se debió en gran parte al deterioro de los términos de intercambio que sufrieron los productos exportables del país, a la mencionada acumulación de inventarios del año anterior y a la escasa disponibilidad del crédito externo, que restringió fuertemente las importaciones y presiono el crédito interno haciéndolo más caro. Es decir, la economía se tuvo que financiar casi exclusivamente con recursos internos.

En general, aunque modestos, los logros fueron positivos en este renglón, salvo por el hecho de que estructuralmente la oferta se estaba desplazando restrictivamente, lo que al final comenzaría a afectar a la demanda. Por lo tanto, los investigadores y economistas consideran un éxito aparente y relativo en éste renglón.

Sector Financiero.

En cuanto al sector financiero, el PIRE estimaba que en 1983 la reducción de la liquidez sería un apoyo importante en la estabilidad cambiaria. En la medida que la inflación fuese cediendo, las tasas de interés se irían ajustando, y las tasas de interés subsidiadas se flexibilizarían en función del costo promedio ponderado (CPP), para así evitar un subsidio financiero desproporcionado.

Se consideró que se debía canalizar el crédito a las prioridades del desarrollo nacional. En ese año, 1983, no solo se logró detener el rápido proceso de desintermediación bancaria ocurrido a raíz de la exacerbación de las presiones inflacionarias y de los problemas cambiarios que se presentaron en ese año, al ahorro financiero comenzó a reconstruirse en términos reales, cubriendo de este modo rendimientos reales positivos en los distintos instrumentos. La reducción del CPP fue menos pronunciada que la correspondiente a la de las tasas nominales, debido a que la captación se realizó a plazos más largos conforme se afirmaron las expectativas de tendencia a la baja de dichas tasas. La captación respondió al estímulo de las tasas de interés y a las expectativas de inflación decreciente que se confirmaron en la segunda mitad del año.

La captación nominal creció en 62.8%, lo que significó una caída en términos reales de sólo 9.9%. Esta se orientó más hacia los depósitos de 180 y 365 días de plazo. También el financiamiento otorgado por la banca comercial a empresas y particulares excedió considerablemente en términos nominales al de 1982, sin embargo, su crecimiento fue muy inferior al de la captación. El financiamiento disminuyó en términos reales en 31.4%. Se debe entender que hablamos del financiamiento al sector privado, el cual se vio limitado por la absorción de recursos por parte del sector público.

La adecuación de la expansión del circulante al ritmo programado por el crecimiento de la demanda agregada, junto con la política restrictiva de tasas de interés, constituyó un elemento importante para el propósito de abatir la inflación. También, ya en 1984, se propuso que las tasas pasivas de interés continuasen descendiendo, conforme a la inflación esperada, para mantener el aliento al ahorro. Asimismo se dijo se intensificarían las acciones para reducir el costo del crédito, cerrando la brecha entre tasas activas y pasivas. En ese año el circulante creció en 63.1% y el total de pasivos del sistema bancario (M4) aumento en 76.6%. En 1983 las tasas correspondientes habían sido 41.4% y 59.8%. La menor inflación y el manejo de la política cambiaria y de tasas de interés durante 1983 modificaron las expectativas del público en relación a los rendimientos de los instrumentos financieros. Ello, aunado a cierta recuperación del ingreso real, revirtió, a partir del segundo semestre de 1983, la tendencia decreciente que la captación había venido mostrando, de tal manera que en 1984 los saldos totales de instrumentos de ahorro bancario crecieron a tasas reales de 5.4 y 10.9%, respectivamente. El crecimiento de los ingresos monetarios fue, por lo tanto, consecuencia de la recuperación del ahorro financiero.

A partir de octubre de 1983 la captación bancaria empezó a crecer en términos reales. Ese crecimiento se acentuó en 1984, como consecuencia de la evolución favorable del mercado cambiario, del repunte de la actividad económica y de la existencia de tasas de interés real durante la mayor parte del año para los instrumentos de más amplia aceptación. Las tasas activas disminuyeron debido a la caída del nivel de las tasa pasivas (CPP bajo 8.9% en 1984), también a la disminución de los márgenes de intermediación de la banca aplicables a

los créditos no sujetos a tasas tope. Además debido a la subsistencia en un ambiente inflacionario de prácticas de amortización de crédito apropiadas para una economía con precios estables, durante 1983 y 1984 muchas empresas se vieron forzadas a un "des endeudamiento acelerado". Este problema se corrigió debido al establecimiento del FICORCA y a la instrumentación de una desaceleración en las prácticas de amortización, por lo que en 1984 hubo una mejora en la situación financiera de las empresas y una recuperación de la intermediación bancaria, factores ambos que propiciaron la recaudación del crédito comercial y mejoraron las condiciones del financiamiento bancario a la producción.

Ya en 1984 se observó que la recuperación económica se debía apoyar en una estrategia de financiamiento que descansase en una proporción cada vez mayor de ahorro interno, aunque si bien recurriendo de manera complementaria al financiamiento de origen externo. En 1985 se propuso diseñar un aparato financiero que sirviese al propósito de financiar el crecimiento con recursos internos, no excediendo el uso de recursos externos los mil millones de dólares.

Por lo tanto, podemos concluir esta situación diciendo que la política financiera instrumentada por las autoridades monetarias de nuestro país fue efectiva en cuanto a detener el deterioro en la captación financiera que se venía registrando desde 1973. Obviamente este éxito relativo se debió principalmente a la política de tasas de interés, que pasaron de ser negativas a ser positivas. Sin embargo también esto generó problemas negativos ya que el incremento en las tasas de interés nominales provocó un mayor costo de la deuda interna, principal componente del déficit financiero del sector público.

AJUSTE EXTERNO.

En cuanto al ajuste externo los indicadores de la capacidad de endeudamiento mostraron un comportamiento irregular entre 1983 a 1985. EL tipo de cambio real también mostró un movimiento no definido, dado que registró una devaluación en 1983, una re valuación en 1984 y posteriormente una nueva devaluación en 1985.

Respecto a la re negociación de la deuda pública externo, en diciembre de 1983 se logró un acuerdo genera con el grupo asesor de la banca extranjera, lo cual permitió definir las condiciones de los nuevos créditos que recibiría el gobierno mexicano. El monto de la deuda pública externa registró las siguientes tasas de crecimiento: 9.06% en 1983, 9.7% en 1984 y 3.62% en 1985. La deuda pasó, salvo modificaciones por el tipo de cambio utilizado en la conversión de los saldos en moneda extranjera, de 58 140 millones de dólares en 1982, a 63 410 millones en 1983, a 69 560 millones en 1984 y hasta 72 080 millones de dólares en 1985.

Cabe destacar que al finalizar 1984, los resultados obtenidos con el programa de ajuste parecían indicar que el país se encontraba en la parte ascendente del ciclo y que, por lo tanto, podría superar la crisis iniciada en 1982. Estos hechos se con juntaban con los avances logrados en la instrumentación del PIRE, al menos en el escaso repunte en el

crecimiento económico y las condiciones financieras, lo que acrecentaban las posibilidades de superar en el corto plazo las manifestaciones de la crisis.

Sin embargo, en un plano más profundo, los desequilibrios fundamentales de la economía se profundizaron y prestaron un serio obstáculo para el crecimiento económico en 1985. Esta situación se tornó aún más peligrosa, dado que el país no estaba captando cantidades crecientes de recursos externos a través de la deuda pública, ya que su tasa de crecimiento mostró solamente un ligero aumento de 0.64% entre 1983 y 1984 e incluso una reducción de 6.08% puntos porcentuales para 1985. A la postre, esta falta de financiamiento externo se vería reforzada con la baja de ingresos por exportaciones petroleras, al ocurrir una caída del mercado del crudo a principio de 1985, dejando al país en una grave situación económica.

Dentro de este contexto, los problemas enfrentados por la economía durante 1985 fueron principalmente:

1. Contracción del mercado interno como resultado de la caída en los salarios reales.
2. Falta de apoyo crediticio al sector productivo.
3. Elevada dependencia de las finanzas públicas a los ingresos por exportación de petróleo.
4. Reducción en el flujo neto de endeudamiento público.
5. Proteccionismo en los países industrializados.

Estos problemas se complementaron con un sostenimiento en el gasto público y condujeron a una elevación de la relación Déficit Público / PIB nominal. Para solventar sus presiones financieras, el gobierno decidió instrumentar las siguientes medidas:

1. Recorte presupuestal de aproximadamente 750 mil millones de pesos.
2. Venta, liquidación o transferencia de 236 empresas paraestatales no prioritarias.
3. Eliminación de varias subsecretarías y puestos administrativos en el aparato público.

No obstante, estas medidas no fueron suficientes para eliminar las necesidades de financiamiento público y, dado que el mercado petrolero no se recuperaba, el gobierno quedó forzado nuevamente a reducir el financiamiento externo.

Sin embargo, las condiciones favorables en la captación de recursos financieros extranjeros se había eliminado y ello impidió un flujo ágil de deuda externa hacia el país.

Otro punto importante dentro del ajuste del sector externo es el que se refiere a la renegociación y reestructuración de la deuda externa. El mecanismo consistió básicamente en titularizar la deuda Mexicana por los llamados Bonos Brady que dejó a nuestro país en una situación de holgura temporal, pues asegura recursos frescos para lograr un crecimiento moderado en 1987 y 1988 al tiempo que se redujo el costo de la deuda y se mejora su perfil de pago.

Sin embargo, es una solución temporal ya que en el futuro el país necesitará nuevos préstamos, lo que indica un círculo vicioso en el problema de la deuda externa mexicana.

LAS FASES DE LA APERTURA COMERCIAL EN MÉXICO

La apertura comercial de México se llevó a cabo en tres etapas:

- *La primera etapa* de la apertura comercial implicó dos decisiones importantes:
 - a) Suprimir unilateralmente los permisos previos de importación casi 80% de las fracciones arancelarias sujetas a restricciones cuantitativas; y
 - b) El inicio de las negociaciones en 1986 para el ingreso de México al GATT.¹

Durante esta primera etapa menos de 28% del valor de las importaciones quedó sujeto a permisos y el nivel arancelario ponderado descendió de 16.4 a 13.1 % y la dispersión se redujo de 16 a 11 niveles arancelarios.

- *La segunda etapa* se relaciona en manera directa con la implantación del Pacto de Solidaridad Económica y se consideró que la competencia externa contribuiría a reducir la inflación por lo que de 1987 a 1988 el arancel más alto descendió de 100 a 20%, el número de artículos sujeto a restricciones se redujo de 1200 a 325, a finales de 1991 menos de 10% del valor total de las importaciones está sujeto a permisos de importación y los niveles arancelarios disminuyeron a 5.
- *La tercera etapa* ha consistido en fortalecer las relaciones comerciales con nuestros principales socios para lo cual el 11 de junio de 1990, los presidentes en ese entonces de México y EUA, Carlos Salinas de Gortari y George Bush, respectivamente, dieron ordenes a sus Secretarías de Comercio para iniciar los trabajos relacionados con un tratado de libre comercio al que después se añadió Canadá para así crear una zona de libre comercio con un mercado de más de 360 millones de personas. Al mismo tiempo México inició negociaciones para tratados de libre comercio con otros socios comerciales importantes como son Chile, Venezuela y los países centroamericanos.

La implementación de la apertura al exterior, que se llevó a cabo de 1982 a 1993, tuvo a su vez dos programas importantes para que esta apertura comercial fuera aún más impulsada:

¹ La incorporación de México al GATT respondió más que nada a los requerimientos y exigencias de los EUA que a las presiones y argumentos internos. La economía norteamericana intenta salir de su crisis y secesión económica vigente hasta 1993 a partir del sacrificio de los países subdesarrollados. El creciente déficit comercial de los Estados Unidos (EUA en adelante) llevó a este país a implantar tres leyes de comercio exterior (1979, 1984 y 1988) todas con fines proteccionistas buscando reducir las importaciones y aumentar sus exportaciones. Así que la apertura comercial de México favorece a EUA ya que dentro de esta apertura al exterior se contempla la eliminación de todo tipo de subsidios a las exportaciones mexicanas. Al mismo tiempo que el gobierno de EUA exige "la liberación de los servicios y la no puesta en práctica de legislaciones que reglamenten la inversión estadounidense así como la posibilidad de abrir nuevas zonas libres de comercio e EUA con distintos países del mundo." De no llevarse a cabo esto en México, el país se vería automáticamente fuera del Sistema Generalizado de Preferencias Arancelarias de los EUA.

EL PRONAFIDE (Programas Nacionales de Fomento Industrial y Comercio Exterior) y EL PROFIEEX (Programa de Fomento Integral de las Exportaciones Mexicanas) Pero sin duda, las puntas de lanza para la aplicación del modelo neoliberal en México fueron: La incursión de México al GATT y el Tratado de Libre Comercio que se llevó a cabo con EUA y Canadá.

La incorporación de México al GATT. El GATT (Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio) es un organismo mundial creado en 1947 por medio de la Carta de la Habana, teniendo como objetivo central la expansión de comercio, la igualdad en los tratos referidos al intercambio comercial, liberalización del comercio mediante la eliminación de barreras cuantitativas y cualitativas al comercio, cláusula de la nación más favorecida, que implica que las ventajas comerciales que se otorguen a un país, se hacen extensivas a todos los miembros del Acuerdo General. Al inicio México rechazó su inclusión al GATT ya que las decisiones se tomaban preponderantemente por las potencias comerciales, imponiendo estas los lineamientos generales y particulares, acerea de las políticas de comercio exterior, siempre acordes con sus intereses. Las presiones para que México ingresara al GATT empezaron a raíz del grueso déficit comercial de los EUA (hacia los 110 mil millones de dólares). En un principio la legislación y normas mexicanas contradecían o no se adaptaban a las reglas del GATT, por lo que México no se adhirió a este, pero ya para 1986, el año en que México ingresó al GATT, estos obstáculos de legalidad ya no existían, tanto porque se había modificado la legislación sobre prácticas comerciales deshonestas, como porque la estrategia económica global era compatible con los principios de la liberalización comercial prevalecientes en el GATT.² Las prácticas de liberalización comercial de México fueron mas alla de lo requerido por el protocolo de ingreso al GATT, esto principalmente por los intentos de México para ganarse la confianza de los EUA para más adelante establecer un tratado de libre comercio. A esto se puede añadir que México fue considerado como el ejemplo a seguir en materia de la liberalización de la inversión extranjera por el grupo encargado de los temas relacionados con la inversión de la Ronda de Uruguay.

El Tratado de Libre Comercio. Este tratado abrió un proceso de integración no solo comercial, sino también financiera con los EUA y Canadá, y para lo cual, la política llevada por el gobierno mexicano en los años anteriores a la firma del tratado, fueron encaminadas a adaptarse a las condiciones para asegurar la firma del TLC por lo que se realizaron modificaciones al Artículo 27 constitucional, Reforma a la Ley Aduanera en 1992, Reforma al Reglamento sobre Inversiones Extranjeras en 1989, se creó el PRONAMICE (Programa Nacional de Modernización Industrial y Comercio Exterior) en 1990, se estableció un programa de 100 días de fomento a las exportaciones y en 1993 se decretó la Ley de Comercio Exterior. La firma del TLC revelaba un cambio en los acuerdos formales con los EUA probablemente respondiendo a la necesidad por parte del gobierno mexicano a atraer capital del exterior para financiar la recuperación económica, principalmente por que la entrada de inversión extranjera no respondió con la suficiente rapidez y magnitud esperadas. Al mismo tiempo, el tratado de libre comercio aseguraría el acceso futuro al mercado estadounidense y garantizaría la permanencia de apertura económica de México.

² LUSTIG, Nora. "El camino a la apertura económica." En México hacia la reconstrucción de una Economía. Edit. F.C.E. 1994

PRIVATIZACIONES EN MÉXICO 1988-1994.

AÑO	EMPRESA	SECTOR	PORCENTAJE VENDIDO	MONTO DE LA VENTA MILLONES DE DÓLARES	ORIGEN DEL COMPRADOR	NOMBRE DEL COMPRADOR
1988	Aeróbicas de México	Aerolíneas	100.0	339.0	Inversionista Local	Dictum Group and ASPA (pilots union)
1988	Tereftalatos Mexicanos	Energía	42.2	106.0	Inversionista Local	Petrocel
1988	Nikko Hotel	Hoteles	51.0	110.0	Inversionista Local y Extranjeros	Japan-México Hotel Investment
1988	Mexicana de Cobre	Minería	56.0	1,360.0	Immersionist Local	Consortium under Jorge Larrea
1989	Aeronaves de México	Aerolíneas	100.0	262.8	Inversionista Local	Icaro Aerotransportes
1989	Compañía Mexicana de Aviación	Aerolíneas	33.0	140.0	Inversionista Extranjero	Consortium under Grupo Xabre (Chase Manh. DBL?, Cayman GO III)
1989	Centro Industrial Bioquímica	Química	..	5.4	Inversionista Local	Jaime Benavides Pompa
1989	Datatronic	Comercio	50.0	0.4	Inversionista Local	Grupo Xabre
1989	Algodonera Comercial Mexicana	Comercio	100.0	2.7	Inversionista Local	Industria Algodonera Mexicana

Anexo V.

1989	Inmobiliaria Mexicana Industrial	Servicios Financieros	100.0	1.0	Inversionista Local	Grupo Óptico Lux
1989	Hotel El Mirador	Hoteles	100.0	1.1	Inversionista Local	Desarrollos Turístico del Pacifico
1989	Afianzadora Mexicana	Seguros	100.0	5.2	Inversionista Local	
1989	Refractarios Hidalgo	Manufacturas	100.0	1.4	Inversionista Local	Industrias Penoles
1989	Ahmsa Ingeniería	Manufacturas	..	2.0	Inversionista Local	shareholders
1989	Moto Diesel Mexicana	Manufacturas	100.0	8.5	Inversionista Local	Grupo Ruvesa
1989	Grupo Dina	Manufacturas	100.0	82.4	Inversionista Local	Consortio "G"
1989	Electrometalurgia de Veracruz	Manufacturas	..	8.3	Inversionista Local	Proveedora de Aleaciones
1989	Motores Perkins	Manufacturas	100.0	5.0	Inversionista Local	Empleados
1989	Minera Real de Ángeles	Minería	..	43.0	Inversionista Local	Promotora Frisco
1989	Compañía Minera Cedros	Minería	..	1.7	Inversionista Local	Grupo Xabre
1989	Macocozac	Minería	100.0	5.2	Inversionista Local	Compañía Minera Caopas
1989	Cafés y Cafeterías de México	Servicios	100.0	230.3	Inversionista Local	Valles Galicia
1989	Astilleros Unido de Ensenada	Constructora de Barcos	100.0	4.0	Inversionista Local	Cia Siderurgia de Guadalajara/SIDEK

1989	Hierro y Acero del Norte	Siderurgia	100.0	1.3	Inversionista Local	Familia Montemayor Trevino
1989	Ingenio Plan de San Luis	Azucarero	100.0	32.6	Inversionista Local	Consortio Industrial Escorpión
1989	Ingenio Álvaro Obregón	Azucarero	100.0	87.0	Inversionista Local	Grupo Beta San Miguel
1989	Ingenio San Gabriel Veracruz	Azucarero	100.0	41.7	Inversionista Local	Anermmex
1989	Ingenio Calipam	Azucarero	100.0	3.6	Inversionista Local	Consortio Industrial Escorpión
1989	Comercial de Telas	Textiles	100.0	1.0	Inversionista Local	Empleados
1990	Productos Pesqueros de Mantancitas	Pesca	100.0	6.1	Inversionista Local	Mexabre/Consortio Pesquero de Mantancitas
1990	Productos Pesqueros de Topolobampo	Pesca	100.0	10.9	Inversionista Local	Mexabre/Consortio Pesquero de Topolobampo
1990	Planta San Carlos	Pesca	100.0	0.1	Inversionista Local	Soc. Coop. de Prod. Pesquera Bahia Magdalena
1990	Operadora del Ex-Convento de Santa Catarina	Pesca	100.0	1.5	Inversionista Local	Hoteles Presidente
1990	Productos Pesqueros de Salina Cruz	Pesca	100.0	1.6	Inversionista Local	Empleados
1990	Madera Industrializados de Quintana Roo	Forestación	100.0	1.6	Inversionista Local	Chiapas y Triplay de Quintana Roo

Anexo V.

1990	Fabrica de Tractores Agrícolas	Manufacturas	100.0	8.3	Inversionista Local	Ing. Rodolfo Barrera Villareal
1990	Tuborreactores	Manufacturas	100.0	18.8	Inversionista Local	Compañía Mexicana de Aviación
1990	Compañía Real del Monte y Pachuca, S.A.	Minería	100.0	6.0	Inversionista Extranjero	Grupo Autrey
1990	Sonocal	Minería	100.0	0.9	Inversionista Local	Asociación de Consultora Tecnológica
1990	Compañía Minera de Cananea (copper)	Minería	100.0	475.0	Inversionista Local	Minera México, Acec-Unión Minera (GIMM)
1990	Compañía Naviera Minera del Golfo	Marina	100.0	10.2	Inversionista Local	Empleados
1990	Tubacero	Siderurgia	100.0	18.1	Inversionista Local	Jaime Woldenberg Marcovich
1990	Compañía de Manufacturas Metálicas Pesadas	Siderurgia	..	9.2	Inversionista Local	Industrias ICA
1990	Oerlikon Italiana de México	Siderurgia	..	2.1	Inversionista Local	Grupo Industrial Guillen
1990	Mexinox, S.A. de C.V.	Siderurgia	66.6	80.0	Inversionista Local y Extranjeros	Thyssen Edelstahl, Acerinox
1990	Ingenio El Dorado	Azucarero	100.0	3.1	Inversionista Local	Consortio Industrial Sucrum
1990	Impulsora de la Cuenca del Papaloapon	Azucarero	100.0	17.2	Inversionista Local	Consortio Industrial Escorpión

1990	Ingenio Independencia	Azucarero	100.0	53.9	Inversionista Local	Consortio Industrial Sucrum
1990	Fomento Azucarero del Golfo	Azucarero	100.0	12.1	Inversionista Local	Fondo de Inversiones Veracruz
1990	Ingenio de Huixtla	Azucarero	100.0	8.1	Inversionista Local	Grupo Azucarero Asociado
1990	Ingenio Santa Clara	Azucarero	100.0	26.1	Inversionista Local	Unión de Productores de Cana / J. Porres
1990	Compañía Azucarera de los Mochis	Azucarero	100.0	4.0	Inversionista Local	Consortio Aga de Guadalajara
1990	Compañía Azucarera del Istmo	Azucarero	100.0	3.4	Inversionista Local	Andrés de la García y Socios
1990	Ingenio Hermenegildo Galeana	Azucarero	100.0	15.0	Inversionista Local	Operadora de la Selva / Joaquín Redo y Socios
1990	Ingenio de Casabano la Abeja	Azucarero	100.0	3.1	Inversionista Local	Lic. Francisco García González
1990	Ingenio la Primavera	Azucarero	100.0	4.1	Inversionista Local	Empleados
1990	Ingenio La Purisima	Azucarero	100.0	1.3	Inversionista Local y Extranjeros	Operadora Azucarera del Pacifico
1990	Teléfonos de México (TELMEX) Servicio de	Telecomunicaciones	4.4	325.0	Inversionista Local	Sindicato de Telefonistas
1990	Telerreservaciones (SERTEL)	Telecomunicaciones	100.0	24.0	Inversionista Local	SERTEL

Anexo V.

1990	Teléfonos de México (TELMEX)	Telecomunicaciones	20.4	1,760.0	Inversionista Local y Extranjeros	Southwestern Bell/France Telecom/Grupo Carso
1990	Sur del Pacifico	Turismo	100.0	0.4	Inversionista Local	Promociones Turísticas Banamex
1990	Trasbordador Chairel	Transportes	100.0	0.3	Inversionista Local	Servicios Náuticos el Dorado
1991	ALBAMEX-Planta Chihuahua	Agribusiness	100.0	2.0	Inversionista Local	Semillas Agrícolas Balanceadas de México
1991	ALBAMEX-Planta Irapuato	Agribusiness	100.0	3.8	Inversionista Local	Nutrimientos del Bajío
1991	Planta de Alimentos Balanceados, Morelos	Agribusiness	100.0	0.6	Inversionista Local	Soc. Coop. de Prod. de Leche del Norte de Coahuila
1991	Unidad Industrial Delicias	Agribusiness	100.0	12.2	Inversionista Local	Operadora de Lácteos de Delicias
1991	ALBAMEX-Planta Autlan	Agribusiness	100.0	0.1	Inversionista Local	Luis Robles Moran
1991	ALBAMEX-Planta Matamoros	Agribusiness	100.0	1.6	Inversionista Local	Alimentos Concentrados de Matamoros
1991	Productos Alimenticios la Campiña	Agribusiness	..	8.2	Inversionista Local	Nam Inversiones/Carlos Vales O. y J. Cortina Icaza
1991	Unidad Industrial Acayucan	Agribusiness	100.0	10.4	Inversionista Local	La Llanura
1991	Unidad Industrial Aguascalientes	Agribusiness	100.0	34.6	Inversionista Local	Operadora de Lácteos de Aguascalientes

1991	Liconsá	Agribusiness	100.0	8.5	Inversionista Local	Operadora Metropolitana de Lácteos / Los Ganaderos
1991	Banca Confía	Banca	78.6	297.0	Inversionista Local	Casa de Bolsa Abaco
1991	Multibanco Mercantil	Banca	77.0	202.7	Inversionista Local	Grupo Financiero Probursa
1991	Banco BCH	Banca	100.0	293.0	Inversionista Local	local investor group
1991	Banca Cremi	Banca	66.7	247.0	Inversionista Local	Multivalores
1991	Banco de Crédito y Servicio (Bancredser)	Banca	100.0	141.0	Inversionista Local	local investor group
1991	Banco Nacional de México (Banamex)	Banca	70.7	3,235.0	Inversionista Local	Acciones y Valores / local investor group
1991	Banco de Oriente	Banca	69.3	73.0	Inversionista Local	Grupo Margen
1991	Banpais	Banca	100.0	182.0	Inversionista Local	local investors
1991	Bancomer	Banca	62.6	2,540.0	Inversionista Local y Extranjeros	Valores Monterrey/private investors
1991	Empresas Gamesa	Alimentos	70.0	320.0	Inversionista Extranjero	Pepsi Cola
1991	Reactivos Minerales Mexicanos	Energía	100.0	0.3	Inversionista Extranjero	Du Pont

Anexo V.

1991	FERTIMEX-Coatzacoalcos	Fertilizantes	100.0	1.5	Inversionista Local	Servicios y Materiales Industriales de Minantitlan
1991	FERTIMEX-Torreón	Fertilizantes	100.0	13.3	Inversionista Local	Fertirey
1991	FERTIMEX-Bajío	Fertilizantes	100.0	31.0	Inversionista Local	Empleados
1991	FERTIMEX-Camargo	Fertilizantes	100.0	8.1	Inversionista Local	Empleados
1991	Inmobiliaria Sersiin	Servicios Financieros	50.0	195.5	Inversionista Local	Siderurgica de Pacifico
1991	Productos Pesqueros de Guerrero	Pesca	100.0	0.3	Inversionista Local	Empleados
1991	Planta Jalisco-Madero	Pesca	100.0	0.3	Inversionista Local	Empleados
1991	Productos Pesqueros Isla de Cedros	Pesca	100.0	1.0	Inversionista Local	Empleados
1991	Productos Pesqueros de Michoacán	Pesca	100.0	0.3	Inversionista Extranjero	Servac Int'l of North Carolina
1991	Productos Pesqueros de Campeche	Pesca	100.0	0.6	Inversionista Extranjero	Servac Int'l of North Carolina
1991	Productos Pesqueros de Alvarado	Pesca	100.0	1.6	Inversionista Extranjero	Servac Int'l of North Carolina
1991	Productos Pesqueros de Yucalpeten	Pesca	100.0	1.8	Inversionista Extranjero	Servac Int'l of North Carolina
1991	Estudios América	Televisión	100.0	15.3	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro

1991	Minas de California	Minería	100.0	12.1	Inversionista Local	Refractarios Mexicanos / Refractarios Hidalgo
1991	Minerales Monclova	Minería	100.0	104.0	Inversionista Local	Grupo Acerero del Norte
1991	Astilleros Unidos de Veracruz	Constructora de Barcos	100.0	18.5	Inversionista Extranjero	Sokana Industries, Ltd. (Norwegian)
1991	Altos Hornos de México	Siderurgia	100.0	145.0	Inversionista Extranjero	Grupo Acerero del Norte
1991	Siderurgica Nacional	Siderurgia	100.0	14.1	Inversionista Local	Grupo Industrial San Lorenzo
1991	Barras de Acero de México	Siderurgia	100.0	25.9	Inversionista Local	Grupo Industrial Alfa (Corp. Acerera)
1991	Siderurgica Lázaro Cárdenas-Las Truchas, S.A. de C.V.	Siderurgia	80.0	170.0	Inversionista Extranjero	Grupo Villacero
1991	Clemex	Siderurgia	100.0	7.7	Inversionista Local	Arzac Industrial
1991	Unidad de Colada Continual III Hitachi	Siderurgia	100.0	1.0	Inversionista Local	Grupo Acerero del Norte
1991	Unidad de Producción Aceros Planos	Siderurgia	100.0	40.0	Inversionista Local	Grupo Acerero del Norte
1991	Ingenio Puruaran	Azucarero	100.0	26.3	Inversionista Local	Ingenio Santos
1991	Teléfonos de México	Telecomunicaciones	5.0	476.7	Inversionista Extranjero	Southwestern Bell/France Cable et Radio/Grupo Carso

Anexo V.

1991	Teléfonos de México (TELMEX)	Telecomunicaciones	15.7	2,363.0	Inversionista Extranjero	Grupo Carso, France Telecom, Southwestern Bell
1991	Trasbordador B/T Quintana Roo	Transportes	100.0	1.7	Inversionista Local	Marítima de Quintana Roo
1992	Compañía Mexicana de Aviación	Aerolíneas	4.0	35.2	Inversionista Local	Corporación Falcon
1992	Banco Mercantil del Norte	Banca	66.0	567.0	Inversionista Local	Grupo Maseca
1992	Banca Promex	Banca	66.0	344.7	Inversionista Local	Valore Finamex Group
1992	Banoro	Banca	66.0	364.7	Inversionista Local	Rodolfo Esquer Group
1992	Banco Internacional	Banca	51.0	474.4	Inversionista Local	Grupo Financiero Privado Mexicano
1992	Banco del Atlántico	Banca	68.6	471.5	Inversionista Local	Grupo Bursátil Americano
1992	Banco del Centro	Banca	66.3	277.3	Inversionista Local	Multiva GF
1992	Banco Mexicano Somex	Banca	81.6	603.3	Inversionista Local	Grupo Invermexico
1992	Banca Serfin	Banca	51.0	911.2	Inversionista Local	Grupo Financiero OBSA
1992	Multibanco Comermex	Banca	66.5	871.2	Inversionista Local	Agustin Legorreta Group
1992	Cerámicas y Ladrillos	Construcción	..	0.3	Inversionista Local	Patricio Treviño
1992	FERTIMEX-Lázaro Cárdenas	Fertilizantes	100.0	48.8	Inversionista Local	Grupo Empresarial de Bajío

1992	FERTIMEX- Querétaro	Fertilizantes	100.0	2.2	Inversionista Local	Agrogen/Promotora Inmobiliaria Mérida
1992	FERTIMEX- Salamanca	Fertilizantes	100.0	5.7	Inversionista Local	Velpol
1992	FERTIMEX- Guadalajara	Fertilizantes	100.0	3.6	Inversionista Local	Fertilizantes Guadalajara
1992	Fertilizantes Mexicano (Tecun Uman)	Fertilizantes	100.0	0.7	Inversionista Local	Química Omega Mexicana
1992	FERTIMEX- Minatitlan	Fertilizantes	100.0	36.3	Inversionista Local	Fertilizantes de Minatitlan (Empleados)
1992	FERTIMEX- Pajaritos	Fertilizantes	100.0	151.3	Inversionista Local	Agro
1992	FERTIMEX- Monclova	Fertilizantes	100.0	11.6	Inversionista Local	Nitroamonía de México
1992	Línea de Leche UHT-Tlahuac	Alimentos	100.0	1.1	Inversionista Local	Promotora Expasa
1992	Albamex-Reciba	Procesadora de Alimentos	..	1.7	Inversionista Local	ARIC Superación
1992	Nutrimex	Procesadora de Alimentos	..	0.6	Inversionista Local	Agro-Lácteos Ingredientes Corp.
1992	Compañía Operadora de Estaciones (incl 30 gas stations)	Gasolinera	100.0	22.0	Inversionista Local	Hidrosina
1992	Compañía Nacional de Carros de Ferrocarril	Manufacturas	100.0	68.0	Inversionista Extranjero	Bombardier

Anexo V.

1992	Minera Carbonífera Ríos Escondido	Minería	..	9.9	Inversionista Local	Minas Energía del Norte
1992	Roca Fosfórica Mexicana	Minería	..	2.1	Inversionista Local	Grupo Empresarial del Bajo
1992	Controladora Pena Colorada	Minería	..	117.7	Inversionista Local	Ispat Mexicana
1992	Astilleros Unidos de Mazatlán	Constructora de Barcos	..	0.6	Inversionista Local	Grupo Simec
1992	Siderurgica del Balsas, S.A. de C.V.	Siderurgia	100.0	25.0	Inversionista Local	Grupo Ispat Mexicana
1992	Grupo Industrial NKS	Siderurgia	..	34.0	Inversionista Local	Promotora de Empresas GM
1992	Productora Mexicana de Tubería	Siderurgia	..	5.6	Inversionista Local	Tubacero/Ispat
1992	Unidad Industrial Denominada	Siderurgia	100.0	21.4	Inversionista Local	Molienda Industrial Azucarera
1992	Compañía Azucarera del Ingenio Bella vista	Siderurgia	100.0	10.4	Inversionista Local	Unión Nacional de Caneros
1992	TELMEX	Telecomunicaciones	4.7	1,400.0	Inversionista Local y Extranjeros	investors
1992	Patrimonio de la Unidad de Concaril	Trenes	..	22.6	Inversionista Extranjero	Bombardier, Inc.
1993	CONASUPO	Agribusiness	100.0	143.7	Inversionista Local	Grupo Fideicomiso Molinero / promotora Emp. de Occidente
1993	Miconsa Flour	Procesadora de	100.0	140.1	Inversionista	Raymundo Gómez

	Company	Alimentos			Local	Flores
1993	Aseguradora Mexicana (Asemex)	Seguros	51.0	549.1	Inversionista Local	Grupo Financiero Mexival-Banpais
1993	Controladora Mexicana de Comunicaciones	Televisión	100.0	641.0	Inversionista Local	Grupo Radio televisora del Centro
1993	Impulsora de Televisión del Centro	Televisión	100.0	49.0	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Corporación Televisiva de la Frontera Norte	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Impulsora de Televisión del Norte	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Corporación Televisa del Noroeste	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Compañía de Televisión de la Península	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Compañía Mexicana de Televisión de Occidente	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Televisión Azteca	Televisión	100.0	351.9	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Televisión Olmeca	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Televisora Mexicana	Televisión	100.0	6.1	Inversionista	Radio Televisora del

Anexo V.

	del Sur				Local	Centro
1993	Impulsora de Televisión de Chihuahua	Televisión	100.0	6.1	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	Compañía Minera Autlan	Minería	100.0	22.1	Inversionista Local	Grupo Ferro minero S.A.
1993	Azufreca Panamericana / terrenos de Jaltilpan	Minería	100.0	24.1	Inversionista Local	Unión Minera del Sur
1993	ANDSA-Guerrero	Servicios	100.0	1.0	Inversionista Local	Agrofrío
1993	ANDSA-Mazatlán	Servicios	100.0	0.6	Inversionista Local	Ameriben
1993	Compañía Operadora de Teatros	Servicios	100.0	146.9	Inversionista Local	Radio Televisora del Centro
1993	ANDSA-Unidad Frigorífica	Servicios	100.0	2.7	Inversionista Local	Ameriben
1993	Procarsa	Siderurgia	100.0	8.6	Inversionista Local	Industrias C.H.
1993	Paradores de Tabasco	Turismo	..	2.0	Inversionista Local	Fabio Massimo Covarrubias Piffer
1994	Banca Serfin S.A.	Banca	11.4	147.9	..	
1994	Almacenes Nacionales de Deposito S.A.	Servicios	..	0.2	Inversionista Local	El Estado Libre y Soberano de Zacatecas
1994	Teléfonos de México, S.A.	Telecomunicaciones	1.5	550.0	Inversionista Extranjero	
1994	Profotur, S.A. de	Turismo	..	7.4	Inversionista	Vacation Properties de

	C.V.				Local	México, S.A. de C.V.
1994	Aldea Vacacional Cancún	Turismo	..	31.8	Inversionista Local	Cancun Property, S. de R.L.; Villa Playa Blanca y Operadora de Aldeas Vacac
1994	Villa Arqueológica de Chichen Itza	Turismo	..	1.8	Inversionista Local	Villa Playa Blanca, S.A. y Operadora de Aldeas Vacacionales, S.A. de C.V.
1994	Villa Arqueológica de Cholula	Turismo	..	2.5	Inversionista Local	Villa Playa Blanca, S.A. y Operadora de Aldeas Vacacionales, S.A. de C.V.
1994	Villa Arqueológica de Teotihuacan	Turismo	..	1.5	Inversionista Local	Villa Playa Blanca, S.A. y Operadora de Aldeas Vacacionales, S.A. de C. V.
1994	Villa Arqueológica de Coba	Turismo	..	0.9	Inversionista Local	Villa Playa Blanca, S.A. y Operadora de Aldeas Vacacionales, S.A. de C.V.
1994	Villa Arqueológica de Uxmal	Turismo	..	1.3	Inversionista Local	Villa Playa Blanca, S.A. y Operadora de Aldeas Vacacionales, S.A. de C.V.
1994	Complejos Turísticos de Huatulco, S.A. de C.V.	Turismo	..	2.5	Inversionista Local	Vacation Properties de Mexico, S.A. de C.V.

Anexo V.

1994	Puerto Interno Pantaco	Almacenes	..	18.5	Inversionista Local	Ferrocarriles Nacionales de Mexico
------	---------------------------	-----------	----	------	------------------------	---------------------------------------

Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, CD-ROOM, 2001

LIBERALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN MÉXICO

LA DESREGULACIÓN OPERATIVA.

En el año de 1988, las autoridades mexicanas iniciaron toda una serie de medidas tendientes a profundizar la modernización y liberalización del sistema financiero mexicano. Dichas medidas se movieron sobre dos ejes:

1. Desregular las operaciones del sistema financiero en su conjunto y particularmente del sistema bancario.
2. Reformas y adiciones a las leyes que regían a los distintos intermediarios bancarios con el fin de incrementar su competitividad bajo el marco de un proceso de apertura.

La llamada desregulación operativa (punto 1) consistió en los siguientes puntos:

- *Liberalización de las tasas de interés bancarias:* Proceso lento pero progresivo que se lleva a cabo debido a que tanto las tasas pasivas y activas estaban sujetas a estrictos mecanismos de control además de que la banca, en especial la especializada, tenía ciertas restricciones en lo referente a la canalización obligatoria del crédito hacia ciertos sectores por la vía del encaje legal. Ambos lineamientos, desde el punto de vista ortodoxo, generaban distorsiones e ineficiencias en el sistema bancario dado que al mantener tasas de interés controladas por cuestiones políticas, se llega un momento en que la inflación es mayor a la tasa de interés dando a estas el carácter de negativas que genera una desintermediación financiera. Así surge la necesidad de tener tasas de interés más flexibles y representativas del mercado para lo cual se introdujo el concepto de "costo porcentual promedio"¹ que permitió al gobierno la desregulación gradual de las tasas de interés activas, solo bajo control para ciertas actividades prioritarias.

Además, dado el proceso inflacionario que afectó a México a partir de 1982, era peligroso el mantener las tasas de interés controladas dado el motivo anteriormente mencionado, añadiendo a esto el que comenzaron a surgir mercados paralelos que ofrecían rendimientos superiores a los que otorgaba el sistema financiero tradicional lo que deteriora a este último, por lo tanto, para evitar dicho deterioro se le permitió al sistema bancario la utilización de tasas y plazos libres con el fin de incrementar su captación. Hoy en día los mercados financieros funcionan de manera libre en cuanto a sus tasas de interés lo que ha permitido la creación de nuevos instrumentos más acordes a las necesidades del público y sus preferencias. Dicho proceso ha generado una mayor captación del crédito y una creciente competencia de los intermediarios que reduce el margen financiero y aumenta su eficiencia.

¹Promedio ponderado de las tasas de las tasas de depósito que pagan los bancos a su clientela.

- *Canalización selectiva del Crédito:* Debido a que año tras año existían grandes déficits fiscales, el gobierno tenía la necesidad de recurrir a la canalización selectiva del crédito² aunque este no es el medio más eficiente para que el gobierno se haga de recursos. Además este sistema genera distorsiones en el sistema dado que beneficia a ciertos sectores a costa de otros, sobre todo si los sectores considerados como prioritarios son muy numerosos y se les otorgan créditos con una tasa de interés muy por debajo de los costos. A partir de la década de los setenta el régimen de cañones obligatorios se fue simplificando quedando solo algunos sectores favorecidos por la canalización de créditos preferenciales entre los que se incluía al gobierno debido a su necesidad de cerrar su déficit fiscales. A partir de 1983 se llevó a cabo un proceso de saneamiento de las finanzas públicas que ayudo a canalizar recursos del sistema bancario antes utilizados con el fin de cerrar el déficit público hacia otros sectores. La corrección fiscal y el desarrollo de un mercado de valores gubernamentales hicieron posible la desaparición en 1989 de las reglas de canalización obligatorias. Quedando así la Banca de Desarrollo y los fideicomisos de fomento como los otorgadores de financiamiento en condiciones preferentes que incluyan no solo el otorgamiento de crédito a tasas preferentes y bajo sistemas adeudados según las potencialidades de pago de cada sector, sino que también se incluye asesoría técnica a los acreditados.
- *Encaje Legal y Coeficiente de Liquidez³:* De 1924 a 1936 el encaje legal tuvo como objetivo principal la protección de los depósitos de los ahorradores, pero en 1941 se cambia el régimen del encaje legal con el fin de que el banco Central tuviera la facultad de controlar el circulante a través de limitar la base del crédito que podían otorgar los bancos. En 1947 se instituyó que las instituciones crediticias debían canalizar un porcentaje de su captación hacia la inversión obligada en valores y para 1970 Banco de México recibe la autorización de pagar intereses a los bancos por el monto superior al nivel del encaje obligatorio que estos depositen. Generalmente los recursos que obtenía el Banco de México a través del encaje legal eran canalizados hacia los sectores considerados como prioritarios lo que genera, como ya vimos, una baja en el crédito a los sectores que no son considerados de tal forma. En 1988 se da una expansión de los intermediarios financieros informales y para evitar la continuación de dichos intermediarios se estableció que el encaje legal se suprimía para entrar a la utilización del coeficiente de liquidez marcando un 30% de la captación bancaria a la inversión obligatoria en títulos gubernamentales (CETTES o Bondes y) o depósitos en efectivo a la vista con interés en el Banco de México) y el resto podía invertirse libremente en créditos y otros activos. El cambio del encaje legal por el coeficiente de liquidez permitió la liberalización de recursos en gran cantidad. Este coeficiente fue eliminado en 1991 con el fin de continuar con la desregulación del sistema financiero mexicano. La eliminación del coeficiente se dio gracias a la evolución favorable de las finanzas públicas, que permitió al gobierno ya no recurrir al financiamiento obligatorio, y a la amplitud del mercado de dinero. La eliminación no deja de lado la posibilidad de que

²Instrumento monetario cuyo objetivo es fomentar o disminuir la ciertos tipos de prestamos e inversiones del sistema bancario, de acuerdo a criterios de política financiera, con este sistema se busca canalizar el crédito a actividades prioritarias.

³Instrumento de política monetaria cuyo propósito es el de aumentar o restringir el crédito y el circulante.

⁴Porcentaje de la captación bancaria que el Banco de México determina que debe de quedar depositada obligatoriamente en el propio Instituto, con o sin causa de intereses.

los bancos mantengan un coeficiente de liquidez voluntario con el fin de prevenir eventualidades.

PAQUETE FINANCIERO DE 1989.

Continuando con el proceso de modernización del sistema financiero, para diciembre de 1989 el entonces presidente de la república, Carlos Salinas de Gortari, envió al H. Congreso de la Unión una serie de iniciativas de leyes que regulaban a la mayoría de los intermediarios financieros. Se buscaba con este paquete de reformas avanzar en el desarrollo institucional del sistema financiero actualizando el marco legal que define su estructura. Los objetivos del paquete fueron congruentes con los objetivos que ya se habían realizado con la reforma financiera: disminuir la regulación, "mejorar" la supervisión del sistema en su conjunto y, sobre todo, fomentar un sistema financiero "más eficiente y moderno". Para ello se modificaron las siguientes leyes:

- *Ley de instituciones de crédito:* Una de las leyes más efímeras en la historia del derecho mexicano debido a que meses más tarde fue promulgada una nueva ley que superó a la contenida en el paquete financiero de diciembre de 1989. Esta ley se dio bajo el marco de una banca estatizada lo que ocasionaba rigidez al sistema. Por ello se optó por ampliar la autonomía de los bancos sobre la base de fortalecer las facultades de los consejos directivos en la toma de decisiones. Así se le conformó a los consejos la facultad de designar y remover al director general, además se le otorgó la facultad de llevar a cabo íntegramente la gestión administrativa del banco a operar. El objetivo era la modernización del sistema bancario y la tendencia fue hacia una mayor autonomía en la gestión y una participación más amplia y activa de los particulares dentro del capital social de las instituciones bancarias y en su manejo corporativo. Se buscó también reforzar el capital de las instituciones por vía de crear los certificados de aportación patrimonial serie "C"⁵ que solo daría utilidades o, en su caso, la cuota de liquidación. Además se elevó el máximo de participación de cualquier persona física o moral al 5%, se elevó al 6% el nivel de capitalización de las instituciones y se marcaron medidas para ampliar y redefinir el marco de supervisión de la Comisión Nacional Bancaria.
- *Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros:* Se creó con el fin de incrementar la competencia, promover nuevas formas de seguro, garantizar la solvencia de las compañías, salvaguardar la protección del asegurado y promover el ahorro institucional. Se creó la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, autoridad encargada de vigilar e inspeccionar las actividades que llevan a cabo las instituciones y sociedades mutualistas de seguros y las instituciones de fianzas.

⁵La serie "C" representaría el capital adicional de la sociedad por encima de la serie "A", que representa el 66% del capital ordinario y la serie "B", el 34% del capital ordinario.

Así mismo se dio paso, por la vía de las autorizaciones, a que los particulares pudieran llevar a cabo actividades de este ramo, siempre y cuando cumplieran con las disposiciones aplicables. Con esta ley se flexibilizaron las normas vigentes lo que permitió establecer a las instituciones planes, coberturas, primas, tarifas y documentos de contratación con mayor libertad. También se buscó el fortalecimiento de los recursos patrimoniales de las aseguradoras, esto a través de la fijación de capitales mínimos para cada operación y ramo así como para objeto de garantía. Igualmente se permitió la inversión extranjera en forma minoritaria.

- *Ley Federal de Instituciones de Fianzas:* Esta ley fue modificada con el objeto de que las afianzadoras se adecuaron a las nuevas condiciones del mercado cuidando en todo momento que cumplieran con sus obligaciones frente al público usuario.
- *Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito:* Esta ley también sufrió de modificaciones con el fin de regular las actividades realizadas por dichos intermediarios y promover su desarrollo equilibrado y aumentar su eficiencia. En primera instancia se reconoció a las empresas de factoraje como organizaciones auxiliares de crédito dado que sus actividades permiten la capitalización de empresas micro y medianas por la vía del descuento de documentos. Así mismo se le permitió a las arrendadoras financieras la facultad de colocar obligaciones en el mercado de capitales.

También en estas instituciones se permitió a partir de estas modificaciones a la ley, la participación minoritaria de inversionistas extranjeros en el capital social. Con el objeto de imprimir un mayor dinamismo a la modernización de las uniones de crédito se realizaron una serie de reformas con el fin de aumentar sus fuentes de crédito, a ofrecerles otras alternativas de inversión, a diversificar las adquisiciones de mercancías e insumos, a arrendar bienes de capital y se eliminaron diversos trámites que obstaculizaban el desarrollo de tales uniones de crédito.

- *Ley del Mercado de Valores:* Con el objeto de modernizar el mercado de valores e incrementar su competitividad se modificó esta ley buscando a su vez incrementar el número de emisiones de valores mexicanos en otros mercados, atraer capitales y preparar a los intermediarios para hacer frente a una mayor competencia externa en el futuro. La experiencia que ganen nuestras instituciones en los mercados internacionales permitirá actualizar los procedimientos e incorporar nuevas formas de intermediación. Se modificó el tratamiento de la llamada información privilegiada con el fin de tener una mayor transparencia en las operaciones.

La desregulación de la actividad bursátil se orientó a promover la competencia y a facilitar la operación dentro de una mayor certidumbre jurídica y supervisión. También se reconoció legalmente la figura del especialista bursátil como un intermediario más del mercado de valores pero limitando sus operaciones con el fin de optimizarlas.

- *Ley de Sociedades de Inversión:* También se busco la destregulación de sus operaciones y simplificar administrativamente su funcionamiento. Los cambios se realizaron con el fin de fomentar el ahorro interno ya que es por la vía de las sociedades de inversión que el pequeño y mediano empresario puede tener acceso al mercado de valores. Por primera vez se reconoció a los grupos financieros no bancarios dentro del Sistema Financiero Mexicano con el fin de regular sus actividades a través de una sociedad controladora de acciones.

Con las reformas realizadas en el paquete financiero de diciembre de 1989 se reforzaron a su vez las actividades de inspección y vigilancia de los distintos intermediarios financieros.

PAQUETE FINANCIERO DE 1991-1993.

El proceso de re estructuración continuó con las reformas que se hacen al Sistema Financiero Mexicano durante 1991 -1993, donde las leyes que se reforman son: La nueva regulación de las cajas de ahorro, El Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), las leyes de Instituciones de Crédito y las leyes para regular las Agrupaciones Financieras; Así como lo referente al paquete financiero de 1993. Esto se lleva a cabo debido a que la reforma financiera no es un proceso que halla llegado a su fin con el paquete de 1989, al contrario, es un esquema que necesita actualizarse, especialmente con otras áreas del sector, como son las áreas nuevas como el SAR y las llamadas cajas de ahorro. Estas nuevas reformas son presentadas por el Presidente Carlos Salinas de Gortari al Congreso de la Unión en mayo de 1993.

- *Las Cajas de ahorro:* Desde el 28 de diciembre de 1991, se reconoce legalmente las cajas de ahorro como parte del sistema financiero mexicano, anteriormente estas operaban pero sin un marco jurídico que las regulara. Estas cajas de ahorro se caracterizan por ser asociaciones sin fines de lucro formadas por campesinos, obreros y empleados y las ganancias se destinaban a los socios, a obras de beneficio social, o a la enseñanza, capacitación, investigación o a fines culturales. La razón principal de su reconocimiento es con el objeto de aglutinar los recursos dispersos de pequeños ahorradores e incorporarlos productivamente. Con lo que ahora tienen que obtener una autorización de SHCP para su constitución y operación, y quedan como figuras constituidas como persona moral con personalidad jurídica y patrimonio propio, en que la responsabilidad de los socios estará limitada al monto de sus aportaciones. La ley establece que las cajas de ahorro se sustentarán en la figura de "sociedades de ahorro y préstamo".
- *El sistema de ahorro para el retiro (SAR).* Este sistema nace debido a dos razones fundamentales: Para incrementar el ahorro interno; evitar y reducir el monto de las pensiones de los trabajadores aportado por el Gobierno. Además es un sistema diseñado por el gobierno federal con el fin de que la captación de recursos a los fondos de pensión sean canalizados hacia el sector productivo y aumentar la inversión. Con anterioridad a esta ley, dichos recursos permanecían sin ser ocupados, ahora se supone que va a ser canalizados según los estatutos del SAR. Según Ortiz el gobierno busca a) modificar los créditos del INFONAVIT con el fin de aumentar la construcción de

viviendas; b) dar criterios de valoración que permitan la recuperación de los créditos; c) Los depósitos del ahorro para el retiro se concentren en instituciones de crédito y permitan un mejor funcionamiento; d) y generar una mayor oferta de vivienda con mayor transparencia. Las características del sistema de ahorro para el retiro son:

1. Los patrones aportan obligatoriamente cuotas del 2% al seguro de retiro del salario base de cotización del trabajador.
 2. Las cuentas individuales tienen dos sub cuentas: La del seguro de retiro y la de INFONAVIT.
 3. Los saldos de las sub cuentas del seguro para el retiro se ajustarán periódicamente en función del INP al C y causaran intereses a una tasa real no menor al 2% anual pagaderos mensualmente.
 4. Los fondos de las cuentas serán susceptibles de retiro en dado caso que el trabajador tenga más de 65 años o tenga derecho a pensión del IMSS o ISSSTE, y tiene el derecho de designar beneficiarios en caso de muerte.
 5. En caso e que el trabajador deje de estar sujeto a una relación laboral podrá realizar retiros a su cuenta hasta por el 10% de su saldo.
 6. Las aportaciones del patron serán deducibles de su impuesto gravable, y para el trabajador, las aportaciones que reciba, así como los intereses ganados y la actualización periódica, no serán acumulables.
- *Reformas de Junio de 1992, las leyes de Instituciones de Crédito y las leyes para regular las Agrupaciones Financieras.* Principalmente se refieren a la integración de capital social de las instituciones de crédito y las sociedades controladas por grupos financieros. La reforma consiste en que el capital social de las instituciones de crédito y de las sociedades controladoras se integraran por acciones de serie "A", que representaran el 51% del capital ordinario. Mientras que el 49% restante estará integrado por acciones "A", "B" y "C" indistintamente; con un capital adicional constituido por acciones "L" que se emitan hasta por un 30% del capital ordinario. Por lo que se abre a una mayor participación extranjera en estas instituciones. Y para las Agrupaciones financieras se les otorga la capacidad a las sociedades controladoras para contraer pasivos directos o contingentes.
 - *El paquete financiero de 1993.* Comprende 5 iniciativas de reformas que se aprobaron en 1993. Con el propósito de promover la competitividad de los distintos intermediarios financieros, permitirles la realización de nuevas operaciones y des regular algunas actividades. Las leyes que sufrieron modificaciones son:
 1. Ley de instituciones de crédito y ley para regular las agrupaciones financieras. Se privatiza y se amplía la cobertura del sistema de información sobre operaciones activas. Se regulan las filiales en el extranjero de instituciones mexicanas obligándolas a ajustar sus operaciones a las disposiciones dictadas por las autoridades mexicanas independientemente su obligación con la legislación extranjera aplicable. Se establecen los criterios de participación de instituciones de crédito y financieras en el SAR.
 2. Ley de mercado de Valores. Se modifica con la intención de adecuar a los intermediarios bursátiles a la creciente internacionalización de los mercados. Para

ello se crea el Sistema Internacional de Cotizaciones, referido a valores extranjeros que sean objeto de intermediación en el país así como valores mexicanos que se coticen en el extranjero. Se redefine el concepto de información privilegiada y se aplican sanciones por el uso de la misma. Se desregulan las normas referentes a las casas de Bolsa y estas pueden trabajar en el mercado extranjero con mayor facilidad así como se fortaleció el carácter autorregulador de las casas de Bolsa.

3. Ley general de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito. Tiene como principal propósito ampliar la gama de operaciones de estos intermediarios financieros, para ello se permite que operen con acciones propias y se permite la emisión de acciones preferentes o de voto limitado.
4. Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros. Con esta ley se les faculta a las aseguradoras para que puedan actuar como fiduciarias. Se permite que las aseguradoras participen en el capital social de otras instituciones financieras, con lo que se crea la posibilidad de que instituciones de seguros encabezen grupos financieros. Y se flexibiliza el régimen de inversión en las reservas técnicas. También se permite que operen bajo un régimen de capital fijo o variable.
5. Ley Federal de Instituciones de Fianzas. Se facultan a las afianzadoras a que trabajen bajo capital fijo o variable, que contraten su deuda en el extranjero sin antes recurrir a instituciones nacionales, se les permite la emisión de obligaciones subordinadas necesariamente convertibles en capital y se les da la oportunidad de constituirse como fiduciarias de garantía y se les permite el reafianzamiento.

ASPECTOS CONCEPTUALES Y OPERATIVOS DE LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN PRUDENCIALES.

Es un hecho que la actividad bancaria y en general los procesos de intermediación financiera asumen posiciones de riesgo debido a las características de su actividad, la cual consiste en la captación de recursos del público y otorgarlos a préstamo. Es así como la intermediación financiera puede encontrarse con problemas de exceso o falta de liquidez o con dificultades para la recuperación oportuna y total de los recursos otorgados a sus prestatarios. También corren riesgos por la pérdida de valor de sus activos y la eventual pérdida ocasionada por tener que venderlos a un menor precio. Otro problema pueden ser los fraudes y la malversación de fondos. Todos estos problemas pueden acarrear grandes efectos sobre el sistema económico y afectar a los depositantes, ahorradores e inversionistas y acreedores.

Es por ello que se hace necesario llevar a cabo una regulación y supervisión financiera. La primera tiene que ver con establecer leyes y normas para los intermediarios financieros y la segunda se ocupa de controlar el cabal cumplimiento de esas leyes y normas así como vigilar permanentemente la solvencia de las instituciones financieras. Es importante que estas dos funciones son complementarias y su principal objetivo es la de evitar que las instituciones lleguen a niveles de riesgo que las comprometan tratando de evitar en lo posible la actuación del prestamista de última instancia.

REGULACIÓN FINANCIERA.

La regulación son un conjunto de disposiciones orientadas a asegurar la correcta asignación de recursos financieros, y a impedir la asunción de riesgos excesivos y su posterior transferencia, sin la voluntad explícita de las partes o sin una adecuada compensación económica, de las instituciones financieras a los depositantes y de estos a la sociedad. Entre los puntos básicos e la regulación prudencial nos encontramos:

- Regulación de la solvencia bancaria. Regular el grado de apalancamiento de las instituciones bancarias tanto en forma cuantitativa como cualitativa.
- Regulación de la liquidez bancaria. Prevenir estados de suspensión de pagos por fallas de liquidez de las instituciones financieras.
- Dispersión de los riesgos financieros. Tanto la diversificación de la cartera como de sus pasivos.

Mientras tanto las medidas de regulación prudencial son:

1. Criterios de entrada. Es decir, otorgar licencias para establecer u operar un banco.
2. Diversificación de activos. Es necesario limitar los préstamos, las inversiones y otras formas de exposición para prevenir la concentración de los riesgos con un deudor o grupo de deudores.

3. Limitar los préstamos de influencia.
4. Considerar niveles mínimos de capital significativos para la incursión en riesgos.
5. Clasificación de los activos y aprovisionamiento. Es necesario clasificar los activos de forma específica según si son créditos vencidos, la forma de recuperarlos y establecer provisiones mínimas de reserva contra posibles pérdidas.
6. Poderes de ejecución. Es importante que los reguladores tengan la capacidad de remoción de los administradores o directores de las instituciones que no cumplan con las reglamentaciones o que sea posible la aplicación de multas y sanciones.
7. A su vez se requiere de una legislación que permita a los supervisores declarar insolvente a un banco y proteger a los depositantes y los intereses del público.
8. Establecer de forma clara las actividades permitidas y prohibidas de los bancos.
9. Establecer programas de auditoría de las instituciones bancarias.

SUPERVISIÓN FINANCIERA.

En últimas fechas la supervisión financiera a tenido una serie de cambios y ahora se tiene la necesidad de que sea mas profunda que antes. Especialmente lo que se trata es de llevar a cabo una supervisión preventiva que implica la utilización de indicadores de alerta, de un alto profesionalismo en el control de los activos expuestos al riesgo, de sistemas de inspección o examen de objetivos integrados, responsables de garantizar la credibilidad de la información financiera que se suministra al público y a la entidad supervisora

Existen dos formas de supervisión: in situ (interna) o extra situ (externa). Es importante mencionar que la supervisión ha avanzado conforme a la reacción frente a los crisis financieras. La supervisión busca asegurar que los bancos operen de modo seguro y perfecto, es por eso necesario que se lleven a cabo ambas formas de supervisión. Con la supervisión extra situ se busca crear un dispositivo de temprana alerta para detectar problemas financieros bancarios a medida que van surgiendo y antes de que puedan ser detectados por medio de los exámenes periódicos directos. Esta detección se lleva a cabo mediante el análisis de coeficientes bancarios claves y otros datos financieros periódicos que se someten a la autoridad supervisora. Este tipo de vigilancia indirecta enfocan su atención en una diversidad de coeficientes financieros bancarios clave que cubren áreas importantes como utilidades, calidad de los activos, capital, reservas y liquidez.

Es importante para la supervisión la correcta evaluación de estos coeficientes así como su tendencia y su comparación entre los bancos que se supervisan. Esta serie de datos pueden constituir la primera evidencia disponible para los supervisores de los bancos de cambios significativos en la condición del sistema bancario que pueden requerir rápidos cambios en la política global de supervisión del banco. Incluso estos datos sirven para realizar modelos de predicción de futuras quiebras bancarias. Sin embargo es importante recalcar que el control interno de un banco solo se puede supervisar de forma in situ.

FUNCIONES TÉCNICAS DE LA ENTIDAD SUPERVISORA.

El objetivo primario de la actividad supervisora es el de la vigilancia permanente del comportamiento de la solvencia financiera de cada uno de los entes que integran el sistema financiero. La entidad supervisora tiene tres importantes funciones:

- Inspección.
- Evaluación de activos.
- Análisis financiero.

ASPECTOS ESTRATÉGICOS DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA.

- Concentración jurídica. Lo que se busca es evitar la concentración crediticia estableciendo limitaciones cuantitativas al crédito que los bancos otorgan a cada persona natural o jurídica.
- Adecuaciones de capital. Consiste en asegurar en lo posible que los bancos mantengan adecuadas cuotas de capital considerando este como respaldo de los acreedores. Para esto existen varios esquemas: a) Relación capital a total de activos; b) Relación capital a pasivo; y c) Procedimiento del comité de Basilea (el capital de un banco no puede estar por debajo de un 8% del valor de los activos ponderados de riesgo).

SUPERVISIÓN DE LOS GRUPOS FINANCIEROS.

La creación de los grupos financieros hace más difícil la supervisión debido a la gran gama de actividades que estos realizan además de que sus múltiples actividades se tienen que regular. Lo que se busca es consolidar las entidades del grupo con objeto de obtener una imagen de todos los riesgos asumidos por el mismo y poder contrastarlo con los recursos propios de que dispone, deputados de dobles contabilizaciones. Cuando no existe consolidación para enfrentar el riesgo colectivo, es recomendable que en la regulación de las actividades del grupo financiero se especifique que éste debe disponer de tantos recursos propios mínimos como la suma de los exigios en cada una de las regulaciones de las actividades respectivas.

SUPERVISIÓN DE LAS FILIALES EXTRANJERAS.

La transnacionalización de las actividades bancarias crea una serie de problemas para la supervisión, es por ello que se busca estandarizar la supervisión de la banca nacional estableciendo una serie de normas mínimas por parte del Comité de Basilea. Este tipo de supervisión internacional es muy importante debido a que busca reducir el riesgo potencial sistémico asociado con problemas originados dentro de un conglomerado financiero individual que puede poner en peligro la estabilidad de los mercados financieros de otros países donde este tenga operaciones.

El comité de Basilea especifica que es esencial que el país sede de un banco o de un grupo financiero, con filiales internacionales, debe ser el encargado de la supervisión consolidada.

PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS DE LA SUPERVISIÓN PRUDENCIAL.

La liberalización financiera y la mayor apertura de los mercados internos a la competencia de la banca internacional ha mostrado un fuerte dinamismo obligando a los sistemas de supervisión a una mayor adecuación. La inclinación por la asignación de recursos financieros en base al mercado se expresa en sistemas financieros más profundos y diversificados además de que se está en un esquema donde las propias instituciones financieras valúan sus riesgos.

Desafíos de la supervisión

Tenemos cuatro pilares sobre los cuales deben basarse la adecuación de la supervisión:

- **Enfatizar una regulación basada en incentivos por encima de las restricciones fomentando la autorregulación bancaria. La idea es crear incentivos para que los bancos capitalicen y en general sean bien administrados.**
- **Complementar el trabajo de los organismos de supervisión con el apoyo de organismos privados.**
- **Adoptar estándares internacionales en materia de supervisión bancaria y desarrollar una pericia en materia de evaluación de riesgo país.**
- **Avanzar hacia una evaluación integral de los bancos, con el objeto de reforzar el carácter preventivo de la supervisión**

LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

Uno de los puntos principales dentro de las reformas financieras llevadas a cabo en varios países, incluyendo a México es la de declarar autónomo al Banco Central y la principal razón es el control del nivel de precios. Se justifica la autonomía por que se menciona que en los países con mayor estabilidad de precios o sea poca inflación, se tiene un banco central autónomo y por lo tanto es necesario hacer del Banco de México una institución autónoma y separada del ejecutivo, ya que la inflación es un fenómeno económico esencialmente injusto y que lesiona a quien menos ingresos obtienen.

En este sentido el ex presidente Carlos Salinas de Gortari impulsa una iniciativa de ley para reformar los artículos de la carta Magna 28, 73 y 123, con lo que la actividad de BANXICO, se vuelve autónoma, esto sin olvidar que existen ciertos criterios con los cuales debe de manejarse. La iniciativa se discute en el Congreso el 10 de junio de 1993, en donde se acepta por una gran mayoría de votos y su publicación como decreto se da el 20 de agosto de 1993.

Un punto muy importante a considerar es el referente a la ley organica del Banco de México en la cual quedan plasmadas las finalidades y las facultades de que dispondrá para cumplir sus objetivos. Sus objetivos principales son:

- Proveer de moneda de curso legal,
- Procurar la estabilidad del poder adquisitivo,
- Promover el desarrollo del sistema financiero y
- Propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

En las nuevas disposiciones se establece que para que Banxico tenga una buena administración y un buen ejercicio de sus funciones, debe de estar regido por una junta de gobierno de 5, que se compone de un gobernador y cuatro subgobernadores. Estos deben de ser nombrados conforme ciertas características entre las que destacan:

1. Los periodos en que duraran en sus cargos: El gobernador durara 6 años y el de los subgobernadores durara 8 años.
2. La inamovilidad de los miembros de la junta de gobierno: que solo se removerán por situaciones graves (muerte, discapacidad mental, etc.)
3. Remuneraciones: Serán impuestas por una comisión especial.

Las facultades de la junta de gobierno, se refieren a la administración del banco y a la toma de decisiones importantes en la política a seguir. El gobernador tiene a cargo las mismas funciones sin que perjudique las atribuciones de la junta de gobierno.

También se habla de la política monetaria (la parte referente al crédito) y cambiaria:

- Política Monetaria: BANXICO tiene la facultad de auto financiarse y solo le prestara dinero a ciertas entidades (gobierno federal y bancos) bajo ciertas

restricciones y casos especiales; a su vez, evitará la expansión monetaria con el fin de no acelerar la inflación.

- Política cambiaria: Se le autoriza para efectuar las operaciones necesarias para tener un tipo de cambio estable, por lo que también puede manejar la reserva internacional de Divisas.

También se establece que tendrá que vigilar al sistema financiero y que puede intervenir en los órganos reguladores del mismo si estos afectan la política monetaria, puede imponer multas a intermediarios financieros y aplazar resoluciones que afecten la política monetaria.

Se finaliza estableciendo que BANXICO estará vigilado, que tiene que entregar informes al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión; y que esté puede ser auditado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

INTERVENCIÓN ESTERILIZADA EN EL MERCADO CAMBIARIO

El manejo de la política económica por parte de las principales autoridades en una economía no es algo sencillo, implica tomar toda una serie de decisiones que afectan de una u otra forma a la actividad económica. Sin duda alguna, el manejo de la política económica se hace más complicado al momento en que una economía se encuentra bajo un régimen de economía abierta que implica una serie de relaciones comerciales y financieras con otros países del mundo. Bajo este contexto las autoridades monetarias de un país se encuentran con que deben manejar una mayor cantidad de instrumentos de política económica, entre los que destacan el tipo de cambio.

El tipo de cambio es una medida que indica el precio de una moneda extranjera en términos de la moneda nacional de un determinado país. Es así como el tipo de cambio en México nos indica cuantos pesos debemos pagar para obtener un dólar estadounidense¹:

Tipo de cambio Tc Pesos Dólares

Es importante señalar que en la teoría económica nos encontramos con una gran cantidad de interpretaciones acerca de la forma en la que se determina el tipo de cambio de alguna nación, entre las principales podemos mencionar aquellas que indica que el tipo de cambio esta en función de los niveles de productividad, del diferencial de tasas de interés o de los niveles inflacionarios, entre los países. Sin embargo, para fines de simplificar la exposición, consideraremos que el tipo de cambio se determina como el precio de cualquier otra mercancía en una economía, es decir, que el tipo de cambio pesos mexicanos por dólar esta en función de la oferta y demanda de dólares al interior de la economía mexicana.

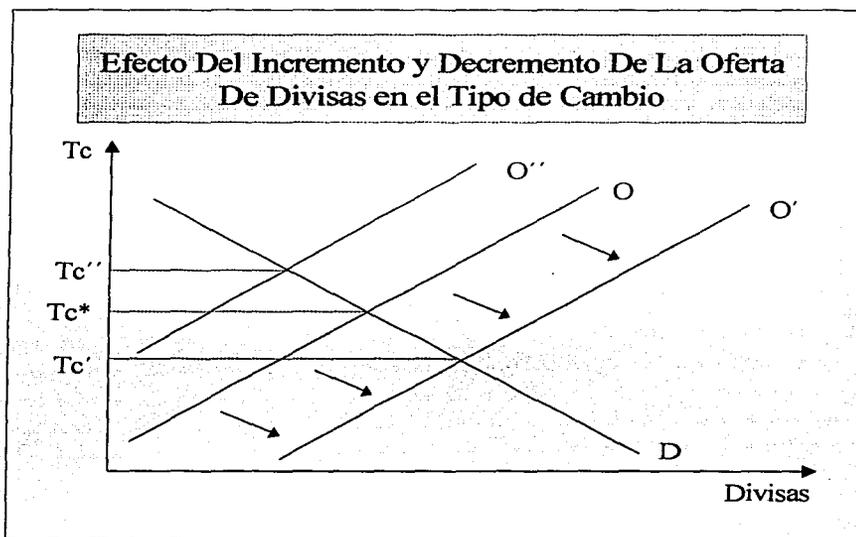
Es así como podemos establecer un tipo de cambio de equilibrio en donde la oferta y la demanda de dólares se iguala determinando cuantos pesos hay que pagar por obtener un dólar. Al mismo tiempo, como en toda mercancía, el precio del dólar se incrementará si se observa un aumento de la demanda a una oferta constante o por una reducción de la oferta a una demanda constante. Mientras tanto, el precio del dólar en término de pesos se reducirá si se observa una reducción de la demanda a una oferta dada o por un aumento de la oferta a una demanda constante.

Es así como los movimientos en la oferta y demanda de dólares genera apreciaciones o depreciaciones del tipo de cambio:

Si el tipo de cambio aumenta (se dan más pesos por dólar) tenemos una depreciación del tipo de cambio. Mientras tanto, si el tipo de cambio baja (se dan menos pesos por dólar) se tiene como resultado una apreciación cambiaria.

¹ U otra moneda extranjera, pero dado que es el dólar la moneda utilizada como medio de pago internacional es más común realizar la comparación precios por dólar en la medición del tipo de cambio ya que este se utilizará como la medida para las transacciones comerciales y financieras de México con el exterior.

Las relaciones internacionales en las que incurre una economía, ya sean comerciales o financieras, implican que en dicha economía existirán entradas y salidas de divisas (moneda extranjera) constantemente. Es decir, si un país se encuentra en una situación de superávit en la cuenta comercial con el exterior (sus exportaciones son mayores a las importaciones y ambos son pagados con divisas, es decir, con dólares) tendrá una afluencia de divisas, es decir, un aumento en la oferta. Obviamente este incremento en la entrada de divisas tendrá un efecto de apreciación sobre el tipo de cambio. Al mismo tiempo, un aumento en los flujos internacionales de capital que entren al país traen como consecuencia un aumento en la oferta de divisas y una apreciación cambiaria. Mientras tanto, una depreciación del tipo de cambio se dará en los casos contrarios, un déficit comercial externo y una salida de capitales que reducen la oferta de divisas. Esto lo podemos ver en el siguiente diagrama en donde partimos de un equilibrio en Tc^* y ante una aumento en la oferta de divisas de O a O' provoca una apreciación de Tc^* a Tc' , mientras que un decremento de la oferta de O a O'' trae consigo una depreciación del tipo de cambio de Tc^* a Tc'' .



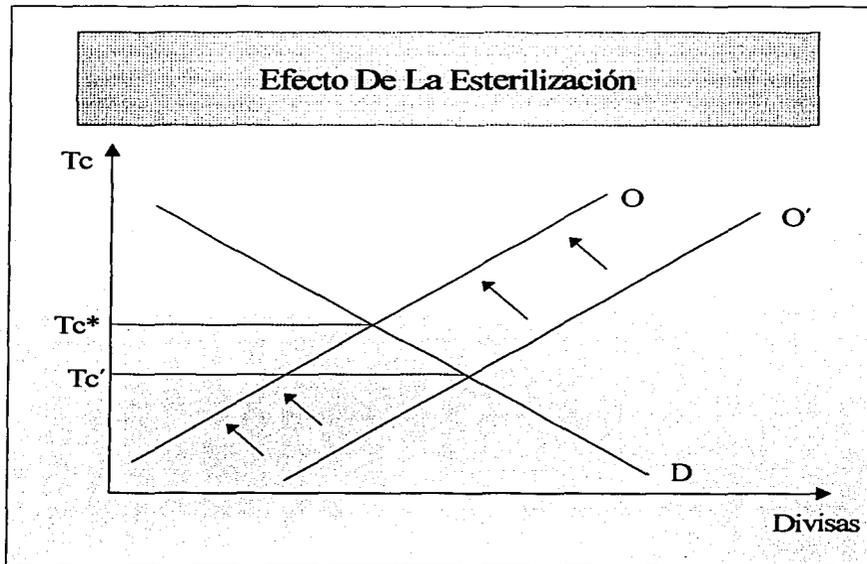
Obviamente estos efectos sobre el tipo de cambio se observan solo si los aumentos y decrementos en la oferta de divisas entran de lleno en el mercado cambiario (mercado en el que se intercambian moneda nacional por divisas). Si las autoridades monetarias de una economía determinan o se plantean mantener un tipo de cambio objetivo en Tc^* , ante cambios en la oferta de divisas, consecuente de los acontecimientos anteriormente explicados, optarán por intervenir en el mercado cambiario.

Existen dos tipos de intervención de un Banco Central en el mercado cambiario: intervención no esterilizada, la cual no cancela los aumentos y decrementos en la oferta de divisas, es decir, deja que el tipo de cambio se aprecie o deprecie, y las intervenciones

esterilizadas, en las cuales el Banco Central neutraliza los aumentos y disminuciones en la oferta monetaria manteniendo el tipo de cambio en un nivel objetivo.

La intervención esterilizada tiene un **objetivo** sumamente claro, **evitar que los cambios en la entrada y salida de divisas a un país traiga como consecuencia una inestabilidad del tipo de cambio.**

La esterilización de la entrada de divisas la lleva a cabo el Banco Central por medio de la compra - venta de dólares en el mercado cambiario. Si el Banco Central observa un incremento en la oferta de divisas que genere una apreciación del tipo de cambio, intervendrá en el mercado comprando dólares en la misma cantidad en la que se ve aumentada la oferta, ya sea por forma directa en el mercado o vendiendo bonos denominados en divisas, generando la reducción de la oferta y evitando la apreciación cambiaria. En cambio, si se observa una depreciación el Banco Central actuará de manera contraria, vendiendo dólares para incrementar la oferta y evitar la depreciación del tipo de cambio. Los efectos de la esterilización los podemos ver en la siguiente gráfica en donde al pasar la oferta de divisas de O a O' el tipo de cambio se aprecia, para evitar esto el Banco Central compra divisas en el mercado, sacando divisas del mercado y regresando el tipo de cambio a su nivel original.



En el caso concreto de México, en las últimas décadas del Siglo XX lo que se ha observado es que las condiciones económicas y financieras internacionales han traído consigo un aumento en las relaciones comerciales internacionales y, especialmente, en las relaciones financieras. A pesar de que México suele encontrarse en una situación de déficit comercial

externo, la afluencia de capitales (dependiendo de las condiciones de los mercados financieros internacionales) suele mantenerse en niveles sumamente altos en los tiempos de crecimiento económico que generan confianza en los inversionistas internacionales.

Estas condiciones de la economía mexicana implican que ante fuertes entradas de capital extranjero al país, aumento en la demanda de divisas, el tipo de cambio se aprecia y la tasa de interés se reduce. La reducción de la tasa de interés es debida a que el aumento y la baja en la oferta de divisas trae también aumentos y disminuciones en la oferta monetaria. Esa sí como los aumentos en la oferta de divisas generan un aumento en la oferta monetaria y, por lo tanto, una reducción en la tasa de interés.

¿Por qué el Banco de México, el Banco central mexicano opta por llevar a cabo una intervención esterilizada? Primero, para evitar la volatilidad del tipo de cambio y, segundo, porque una reducción en la tasa de interés trae efectos perversos en la economía mexicana debido a que con una baja en la tasa de interés los capitales extranjeros que invierten en México optarán por sacar sus recursos e invertirlos en otro país y dado que dichos recursos son utilizados para financiar el déficit en cuenta corriente, una salida de capitales crea condiciones para una crisis financiera como la que se presentó en 1994 - 1995.

Por lo tanto la intervención esterilizada tiene como objetivo el evitar grandes fluctuaciones en el tipo de cambio y neutralizar los incrementos en la oferta monetaria y la consecuente baja en la tasa de interés.

Sin embargo, es importante mencionar que la esterilización llevada a cabo por el gobierno mexicano para reducir la oferta de divisas se realiza por medio de una subasta de opciones de venta de dólares², es decir, por medio de colocación de bonos denominados en dólares, lo que implica ofrecer en el mercado altas tasas de interés para que estos bonos puedan ser vendidos. Por lo tanto la esterilización por medio de la subasta de opciones resulta en un intervención cara para el gobierno mexicano además de que este mecanismo solo funciona cuando los cambios en la oferta de divisas no son considerablemente grandes.

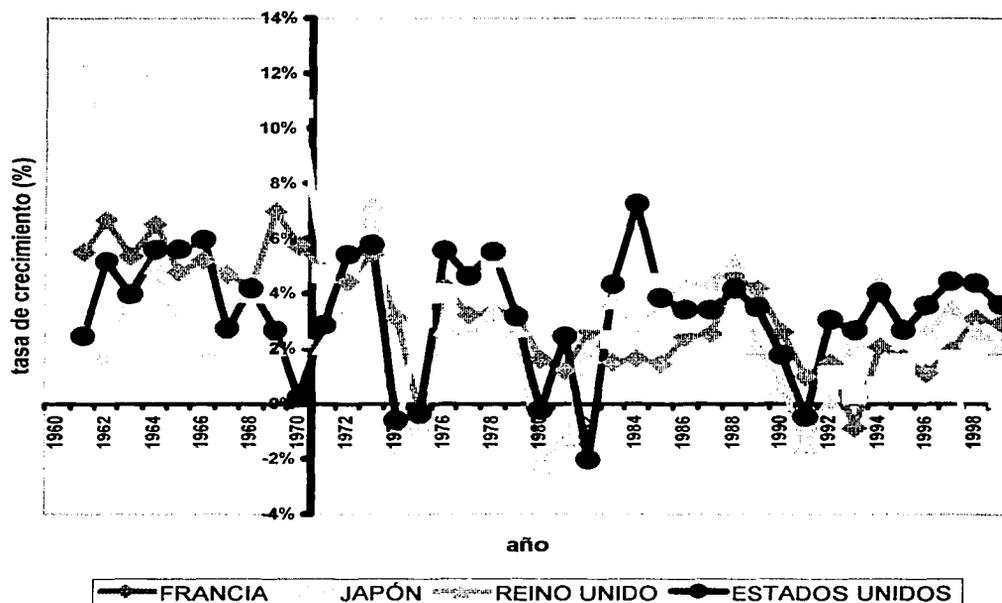
² Mientras que la intervención para aumentar la oferta se lleva a cabo por medio de ventas contingentes de dólares por monto de 200 millones de dólares.

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO ANTES Y POST BRETTON WOODS EN MÉXICO Y EN EL MUNDO.

La gráfica 1 muestra como antes de la ruptura de Bretton Woods aunque los países industrializados mostraban tasas de crecimiento positivas, éstas, a excepción de Japón, empezaron a disminuir, pero es aún más evidente que, aunque antes de Bretton Woods la economía mundial ya presentaba signos de debilidad, durante los dorados treinta (1940-1970) se vivió una época de auge económico considerablemente estable, algo que no se puede decir del período pos Bretton Woods. La propia gráfica 1 muestra como el período pos Bretton Woods está dotado de una inestabilidad en el crecimiento económico de los principales países industrializados y que, obviamente, también se refleja en el resto del mundo.

GRÁFICA 1

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB DE FRANCIA, JAPÓN,
REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS. 1960-1999



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, World Development Indicators, CD-ROM, 2000.

Mientras tanto, los datos arrojados por el cuadro 1 nos muestra claramente el deterioro del sector productivo mexicano. Hay que notar como es que antes de Bretton Woods la tasa de crecimiento promedio anual del PIB total es mayor al 6%¹, pero de 1971 a 1982 la tasa promedio anual de crecimiento ya es menor pero aún se logra mantener a niveles superiores del 5% a pesar de las recesiones de 1973 y 1979. Pero a partir de 1982, el año de la gran crisis, la economía mexicana simple y sencillamente se encuentra en un período inobjetablemente recesivo con tasas de crecimiento anual promedio del 2.26%, misma situación que se observa para el caso de la producción industrial.

CUADRO 1
MÉXICO. EVOLUCIÓN DEL PIB CONSTANTES
TOTAL E INDUSTRIAL.
1960-1999

PERÍODO	TASA DE CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB TOTAL %	TASA DE CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB INDUSTRIAL %
1960-1971	6.46%	
1971-1982	5.90%	5.90%
1982-1999	2.26%	2.68%

Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, **World Development Indicators**, CD-ROM, 2000.

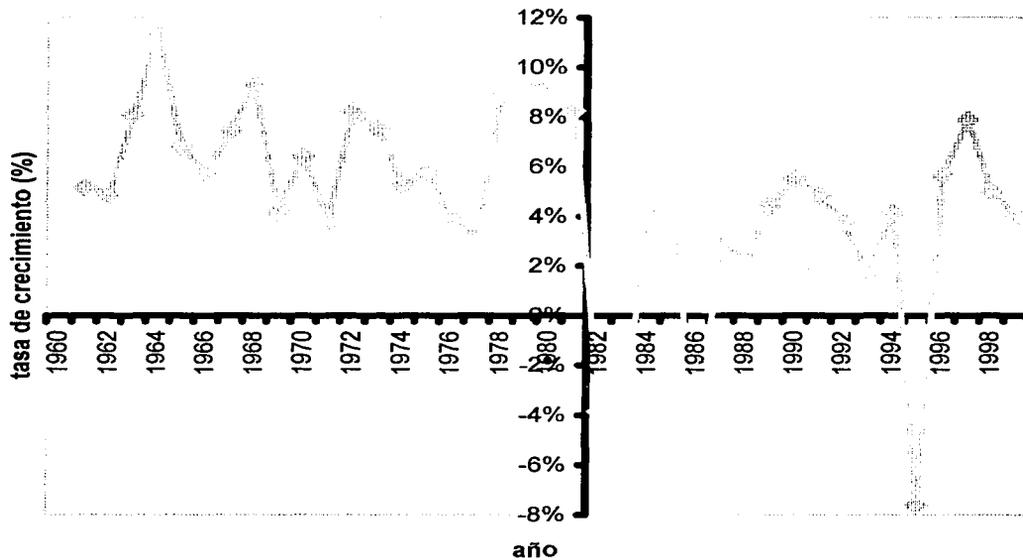
La gráfica 2 muestra que antes de la crisis de la deuda México experimentaba tasas de crecimiento siempre positivas pero los altos niveles de endeudamiento alcanzados a finales de los setenta y principios de los ochenta que permitieron altas tasas de crecimiento en esos mismos años derivaron en una crisis de deuda externa bastante importante a nivel mundial.

Es a partir de 1982 que el crecimiento económico de México se hace sumamente inestable, las tasas de crecimiento son más bajas que antes de la crisis y de hecho, como ya sabemos, en varios años se tornan negativas con especial magnitud debido a las crisis financieras recurrentes de México: 1982, 1987 y 1994, años en que el decremento económico es notable y bastante fuerte.

¹ Si tomamos datos más atrás seguramente esta tasa sería más alta.

GRÁFICA 2

MÉXICO. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB . 1960-1999



 tasa de crecimiento del PIB total

Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, World Development Indicators, CD-ROM, 2000.

ANEXO ESTADÍSTICO