



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMIA

**EL SISTEMA BURSÁTIL MEXICANO: REFORMAS,
CICLOS, CRISIS Y AUGES: 1995 - 2003.**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

LICENCIADA EN ECONOMIA

P R E S E N T A :

CAROLINA IBARRA GONZALEZ DEL PLIEGO



NOVIEMBRE

2005

0349977

Agradecimientos

*Gracias a Dios por darme paciencia y fuerza;
a mis padres y a mi hermano..... por acompañarme en este proyecto, a pesar de lo difícil que
éste se volviera; a pesar de lo lejos que parecía terminarlo ¡lo logramos!*

*A Coco ... quien siempre superó cualquier expectativa como abuela y amiga.....
... a toda mi familia y amigos, quienes vivieron a mi lado este capítulo en mi vida, sin dejarme
renunciar ante la desesperación, ¡Gracias! por comprender y proveerme de calma cuando no
había más que impotencia.... a Oscar, por hacer todo lo contrario, además de recordarme —con
un insistencia que aún me sorprende- que la segunda opción no siempre es mejor que la
primera.*

*Gracias al Dr. Galindo y a Godofredo Rivera, a José Isaías Morales y a Horacio Catalán por
su profesionalismo y sinceros comentarios.*

*Finalmente, dedico estas últimas líneas a la persona que no sólo asesoró, dirigió y revisó este
documento, sino que sufrió y superó conmigo cada obstáculo para realizar este trabajo y a
quién le tengo el más grande respeto y admiración: gracias Eduardo, por luchar hombro a
hombro hasta el final.... ¡Felicidades! porque el día de hoy este triunfo también es tuyo.*

**Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la
UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el
contenido de mi trabajo responsable.**

NOMBRE: Carolina Ibarra González
del Dpto. de

FECHA: 21 NOV. 05

FIRMA: [Firma]

Índice General

Índice General.....	i
Introducción.....	iv
Bretton Woods: Reorganización Financiera Internacional.....	viii
Capítulo I	1
Introducción a la Economía de Mercado: 1970-1988	1
1.1 Entorno Internacional.....	1
1.1.1 Mercados Desarrollados.....	9
1.1.2 Mercados Emergentes.....	11
1.2 Entorno Nacional.....	12
1.2.1 Reformas de Primera Generación: 1980-1988.....	14
1.2.1.1 Liberación del Comercio.....	15
1.2.1.2 Liberalización Financiera Interna.....	16
1.2.1.3 Apertura a Cuentas de Capitales.....	17
1.2.1.4 Privatizaciones.....	18
1.2.1.5 Reforma Tributaria.....	19
1.3 Antecedentes del Sistema Financiero Mexicano.....	20
1.3.1 Modificaciones Jurídicas en Materia Financiera.....	21
1.4 Antecedentes del Sistema Bursátil Mexicano.....	23
1.4.1 Comportamiento del Mercado Bursátil.....	25
Capítulo II	29
Comportamiento Disparejo del Entorno Mundial: 1988-1994	29
2.1 Entorno Internacional.....	29
2.1.1 Ciclo Económico Mundial.....	31
2.1.2 Ciclo Bursátil.....	33
2.1.2.1 Mercados Desarrollados.....	36
2.1.2.2 Mercados Emergentes.....	41
2.2 Entorno Nacional.....	46
2.2.1 Consenso de Washington.....	49
2.2.2 Modelo Económico Mexicano.....	51
2.2.3 Profundización de las Reformas de Primera Generación: 1988-1994.....	54

2.2.3.1	Liberación Financiera Interna	55
2.2.3.2	Apertura de la Cuenta de Capitales	56
2.2.3.3	Privatizaciones	57
2.2.3.4	Reforma Tributaria	58
2.2.3.5	Desregulación	59
2.2.3.6	Apertura Comercial	60
2.3	Reforma Financiera	62
2.3.1	Liberalización Financiera	62
2.3.2	Desregulación Financiera	63
2.3.3	Privatización de la Banca	65
2.3.4	Estructura del Sistema Financiero Mexicano: 1993	68
2.3.5	Reformas a las Leyes del Sistema Financiero Mexicano	69
2.4	Sistema Bursátil Mexicano	72
2.4.1	Estructura del Mercado de Valores: 1993	73
2.4.2	Reformas a la Ley del Mercado de Valores	74
2.4.3	Desempeño del Mercado de Valores	77
2.4.3.1	Vinculación con Mercados Internacionales	83
Capítulo III	86
Crisis Bursátiles Mundiales: 1994-2002	86
3.1	Entorno Internacional	86
3.1.1	Ciclo Económico Mundial	90
3.1.2	Ciclo Bursátil	98
3.1.2.1	Mercados Desarrollados	103
3.1.2.2	Mercados Emergentes	109
3.2	Entorno Nacional	115
3.2.1	Crisis Financiera en México	124
3.2.2	Programas de Ajuste	127
3.2.2.1	Reformas Estructurales de Segunda Generación	130
3.3	Sistema Financiero Mexicano	133
3.3.1	Estructura del Sistema Financiero Mexicano: 1997	134
3.3.2	Reformas en Materia Financiera	135
3.3.3	Sistema Bursátil Mexicano	139
3.3.3.1	Estructura del Mercado de Valores	141

3.3.3.2	Reformas a la Ley de Mercado de Valores	141
3.3.3.3	Desempeño del Mercado de Valores	148
Capítulo IV		157
Ciclos Bursátiles y Perspectivas: 2003-2006		157
4.1	Ciclos Bursátiles: Definición y Fases	158
4.1.1	Tendencia Primaria Alcista: Bull Market	160
4.1.2	Tendencia Primaria Bajista: Bear Market	162
4.1.3	Métodos para la Determinación de la Ciclicidad: Aproximación Paramétrica y No Paramétrica	163
4.1.4	Localización de Picos y Valles	164
4.1.5	Ciclos Bursátiles: Duración, Amplitud y Volatilidad	165
4.1.5.1	Ciclos Bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores	168
4.1.5.2	Efectos de las Reformas Financieras en la Bolsa Mexicana de Valores ..	171
4.2	Correlación de la Bolsa Mexicana de Valores y las Bolsas Mundiales	172
4.2.1	Correlación entre la Bolsa Mexicana de Valores y los Mercados Bursátiles Emergentes	174
4.2.2	Correlación entre la Bolsa Mexicana de Valores y la Bolsa de Valores Norteamericana	175
4.3	Perspectivas del Mercado de Valores Mexicano: 2003-2006	181
Conclusiones		185
Bibliografía		190

Introducción

El cambio en el entorno financiero y económico mundial, durante los últimos veinte años, se puede resumir mediante un solo concepto: la globalización. Siendo éste el proceso mediante el cual se presenta la interacción a nivel mundial de factores como: las ideas, la información, los flujos de capital, de bienes, de servicios y hasta de personas, los cuales se han visto aumentados.

Después de la introducción del sistema Bretton Woods (1944), el derrumbe del muro de Berlín (1989) y el cambio de régimen político de la antigua Unión Soviética (1991), resultaron ser hechos de suma importancia; ya que, aquellos episodios dieron pauta a la creación de una economía internacional de mercado. En concreto, los hechos anteriores significaron el triunfo de ideología capitalista sobre el socialismo.

Esta por demás señalar que el capitalismo en sí, está irremediamente acompañado de algunas metodologías o procedimientos para su completa instauración y programas de política económica que han alcanzado consenso en la instrumentación de medidas tales como: la apertura comercial y financiera, la desregulación y privatización económica, y la democratización del entorno político.

Las teorías que explican el nacimiento y las causas que originan este proceso globalizador y sus vertientes, son variadas. Sin embargo, fue a partir del final la segunda guerra mundial, que el comercio internacional tomó gran fuerza e importancia. Factores como los avances tecnológicos y el crecimiento económico, fortalecieron al modelo capitalista. No obstante, dicho nivel tecnológico ocasionó, lejos de una *globalización*, un proceso complejo de llevar a cabo, el cual se ha acentuado aún más para los mercados emergentes y en transición; de tal forma que la globalización ha conducido al entorno mundial hacia la regionalización y la formación de bloques económicos que luchan por la supremacía, no sólo tecnológica sino también territorial, comercial y financiera.

La urgencia de un mayor control sobre las políticas económica, monetaria y financiera, que propicie la instauración del nuevo modelo globalizador, ha repercutido de manera importante en el entorno interno y externo de los países, principalmente en los más débiles, que carecen de bases sólidas para hacer frente a las necesidades de la apertura y competitividad comercial, desembocando en fuertes crisis y efectos de contagio en las economías, ocasionados primeramente, por la instauración y transición de los procesos

de desregulación llevado a cabo por cada país y posteriormente por el alto grado de interdependencia entre los mismos.

Un aspecto de gran importancia, derivado de la globalización ha sido la mayor presencia de los mercados de valores; dichos mercados pueden definirse como: el conjunto de mecanismos que permiten la mejora de emisión, colocación y distribución de los recursos monetarios; es decir las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito, que se emitan en serie o en masa, y que sean objeto de oferta pública, privada o subasta [Mochón, 1998: 251].

Los mercados de valores proporcionan un espacio físico o virtual, donde concurren oferentes y demandantes de títulos de valor para realizar sus transacciones. De igual forma, un mercado de valores contribuye a la correcta asignación de los recursos, llevando los flujos de capital desde las entidades financieras superavitarias (inversionistas) hasta las entidades deficiarias (emisoras).

En este sentido, los procesos contenidos en la globalización hacen necesaria la conformación de mercados de valores más eficientes y mejor adaptados a la liberalización de los mismos, razón por la que las reformas financieras son herramientas indispensables en este proceso.

No obstante, los procesos contenidos en la globalización hacen necesaria la conformación de mercados de valores más eficientes, motivo por el cual las reformas financieras resultan una herramienta indispensable en este contexto.

Sin embargo, la instauración de dichas herramientas, no han resultado del todo eficientes debido al desfase en su aplicación en las diferentes economías capitalistas.

Este hecho no ha sido ajeno en los mercados de valores mundiales, basta conocer un poco su comportamiento, donde se han presentado numerosos periodos de inestabilidad y crisis financieras. Estos eventos se han registrado desde el año de 1637, con el llamado *boom de los Tulipanes* en Holanda; seguido por el *boom del Mississippi* en Francia (1719); posteriormente se presentó la crisis en Inglaterra conocida como *South Sea Bubble* (1720); más adelante llegó a todos los mercados del mundo la famosa *Gran Depresión* en Estados Unidos (1929); consecutivamente se presentaron dos crisis mundiales de oro y petróleo (1973 y 1980) de las que derivó una tercera, la cual afectó a los mercados emergentes (1982); en el año de 1987, se presentó una crisis accionaria en Estados Unidos y México; a la que le siguió la crisis en Japón de 1990, la crisis mexicana

de 1994, seguida por la del sudeste asiático (1997), la moratoria rusa (1998), la de Brasil (1998) y la de Argentina (2001).

En lo que compete al mercado de valores mexicano, podemos observar que también se han presentado fuertes crisis, tal es el caso del *boom* accionario de 1979 resultado de la devaluación de 1976. Otro episodio se presentó en el año de 1984 como consecuencia de la crisis y devaluación de 1982 y posteriormente, en 1987 la crisis que arrastró los precios mundiales del petróleo. Finalmente, en 1994 se hace presente una nueva crisis financiera en México, ocasionada por un flujo excesivo de capitales hacia nuestro país.

Históricamente, resulta sencillo localizar los repuntes del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV); sin embargo, existen diferentes métodos para el estudio y pronóstico del comportamiento de los mercados bursátiles, tales como las series de tiempo, los modelos estadísticos, los pronósticos basados en criterios, y los pronósticos técnicos resultados del análisis bursátil.

No obstante, el análisis de los *auges* y las *crisis*, puede tener una mayor utilidad práctica, si se busca localizar un patrón que nos permita identificar alguna de estas tendencias, lo cual facilita la posibilidad de conocer las distintas etapas de cada fase.

A este tipo de estudio se le conoce como *medición de los ciclos bursátiles*, el cual es una herramienta eficaz, al igual que la medición de los ciclos económicos, para la localización de las fases de *crisis* y *auge* en un mercado: primeramente, se establecen los puntos críticos del comportamiento de la serie y, en base a dichos puntos se establece el final de una tendencia y el principio de otra, de tal forma que existan sólo dos soluciones: ya sea un pico (*boom*) o un valle (*crac*); posteriormente se analizará su duración, amplitud y volatilidad, ya que todos estos factores son determinantes para medir la intensidad de dichas fases.

En este sentido, el presente documento utiliza varios de los métodos con la finalidad de determinar el comportamiento del mercado; de tal forma, que puedan complementarse para obtener una medición de los ciclos bursátiles más concreta y acertada.

En la primera parte de este estudio, se detalla en forma periódica los acontecimientos más sobresalientes en el entorno económico y financiero internacional; para después estudiar el contexto mexicano y su mercado de valores.

En la Introducción, se detallan los antecedentes, la formación e instrumentación del sistema Bretton Woods como consecuencia de la segunda guerra mundial hasta su abandono en 1971.

El Capítulo I, se analizan los principales hechos ocurridos dentro de las categorías de mercados desarrollados y subdesarrollados. En el entorno nacional, se estudia la estructura jurídica del sistema financiero y bursátil, así como la puesta en marcha de la primera parte de las reformas de primera generación instauradas en México durante el periodo de 1976 hasta 1988. Finalmente, en el apartado del sistema bursátil mexicano se realiza un breve resumen a cerca de la historia de la Bolsa Mexicana de Valores y su comportamiento, basado en la observación del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), el cual inició operaciones el primero de enero de 1978.

En el Capítulo II, se llevó a cabo el seguimiento de las instituciones derivadas del extinto sistema Bretton Woods y su desempeño. Asimismo, se definen los ciclos bursátiles y sus fases; dentro de este rubro, se realiza el seguimiento de los países desarrollados y su interrelación con aquellos que se encuentran en vías de desarrollo, en este sentido, observamos también la aparición, por primera vez, del concepto de *mercados emergentes*, su división y clasificación. En cuanto al ámbito nacional se refiere, este capítulo contiene primeramente, un repaso del consenso de Washington y sus metas, para posteriormente discutir sus ventajas y desventajas desde el punto de vista de los países latinoamericanos. Dentro de este apartado, se encuentra la continuación de las reformas de primera generación y sus efectos en la economía mexicana. A la par, se detallan las principales reformas en materia financiera y bursátil; con la finalidad de obtener elementos de juicio a cerca de dichas reformas. Finalmente, a modo de conclusión, se realiza un ensayo a cerca de la interrelación que presenta la Bolsa de Valores con sus contrapartes mundiales.

El contenido del Capítulo III, forma parte sustancial del presente documento, ya que contiene a los principales episodios de crisis financieras de fines del siglo XX: la crisis bancaria de Japón, la devaluación del peso mexicano, la crisis asiática, la moratoria rusa, la devaluación del *Real* brasileño y la crisis de Argentina. De esta forma, se realiza un resumen de éstas crisis y sus consecuentes efectos de contagio.

En cuanto a la crisis mexicana conocida como el *error de diciembre*, se hace un estudio más profundo, con el objeto de presentar al lector una mayor apreciación de dicho

suceso. En este sentido, resulta imperante la información contenida en las reformas de ajuste y los programas de rescate financiero; así como dentro de las modificaciones concernientes a las leyes del sistema financiero y bursátil, ya que los efectos de ambas legislaciones tienen gran relevancia para el estudio de la segunda parte del trabajo de tesis; donde se presenta el análisis central del documento, exponiendo la metodología y los resultados obtenidos sobre la medición de los ciclos bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores.

El Capítulo IV, inicia con la definición y los principios de dichos ciclos; consecutivamente, se lleva a cabo el desarrollo de la identificación de las macrotendencias *bull* y *bear* del mercado, así como su duración, amplitud y volatilidad.

Asimismo, se realiza un estudio de correlación sobre los datos obtenidos de los periodos de estudio entre México y los principales países emergentes que sufrieron episodios de crisis e inestabilidad financiera en sus mercados. De igual forma, los resultados son confrontados con el principal socio comercial de nuestro país: Estados Unidos, punto que resulta de gran relevancia para las conclusiones sobre la hipótesis del presente documento, la cual se centra en la premisa de que *“el comportamiento de la Bolsa Mexicana de Valores, representado por el Índice de Precios y Cotizaciones no obedece, necesariamente, al comportamiento de la actividad económica del país, a modificaciones legales, o a su contraparte estadounidense: el Dow Jones”*.

Finalmente, a manera de conclusión, se presentan las perspectivas del mercado de valores mexicano hacia 2006, con el objeto de proveer al lector una visión más clara a cerca del desempeño del mismo hacia el término del presente sexenio.

Bretton Woods: Reorganización Financiera Internacional

La inestabilidad mundial en las cuatro últimas décadas, requirió de la urgente reestructuración del sistema financiero internacional, el cual debió adecuarse a las condiciones de rescate, redefinición y crecimiento que presentaban las economías a partir de la segunda posguerra.

El *patrón oro* fue suspendido al estallar la primera guerra mundial, posteriormente, se realizó un intento por reestablecerlo, pero las condiciones presentadas en la década de los treinta, con la *gran depresión* y el inicio de la segunda guerra mundial impidieron el retorno a este patrón de cambio-oro; por lo que el 22 de julio de 1944, al finalizar la guerra, las delegaciones de 44 países aprobaron las actas constitutivas del Fondo Monetario Internacional (FMI), y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), hoy conocido como Banco Mundial (BM), con el objetivo de crear un nuevo sistema monetario internacional¹ que permitiera reanudar los flujos de capital en el mundo, ante la situación crítica derivada del término de la segunda guerra mundial.

Estados Unidos e Inglaterra dieron inicio a estos proyectos en 1941, para hacerlos oficiales dos años más tarde; posteriormente se integrarían Canadá y Francia; mientras que la participación de Latinoamérica y otras regiones sería hasta el 1 de julio de 1944 en la Conferencia de Bretton Woods.

El acuerdo previo para la creación del FMI se llevó a cabo en abril del mismo año en una reunión en Washington para revisar los documentos referentes al *Fondo Monetario Internacional de las Naciones Unidas y Asociadas* y en noviembre de 1943, el Banco Mundial todavía era llamado: "Proyecto de bosquejo preliminar de un Banco de Reconstrucción y Desarrollo de las Naciones Unidas y Asociadas" [Urquidí, 1994: 838].

De los 19 países latinoamericanos, México desempeñó un papel importante, al igual que Brasil, Colombia, Cuba, Chile y Venezuela. Mientras que muchos países estuvieron representados por sus gobiernos exiliados como: Canadá, la Comunidad Británica por Australia, la India, Sudáfrica y la Unión Soviética, esta última a diferencia de los primeros, participó abiertamente.

Después de la segunda guerra mundial y durante el periodo presidencial de Franklin Delano Roosevelt (1933-1945), se designó, en ese entonces al secretario del Tesoro de Inglaterra, John Maynard Keynes, en conjunto con el Gobierno de Estados Unidos de América, la tarea de formular un plan que tuviera como objetivo resolver los problemas monetarios derivados de la posguerra, tales como la reconstrucción de Europa y la redistribución de las zonas en poder de Alemania durante los conflictos bélicos.

Fue entonces cuando Keynes elaboró un proyecto general con una Unión Internacional de Compensación [Urquidí, 1994: 841] que permitiera a los países con déficit en cuenta corriente pagar los saldos a sus acreedores en una unidad de moneda llamada *bancor*,

¹ Estructura y organismos que configuran la organización de todas las economías del mundo en lo concerniente al dinero y a las operaciones de intermediación que de éste se derivan.

con el que las monedas nacionales mantendrían una paridad ajustable de común acuerdo, es decir, que fungiera como Banco Central de todos aquellos bancos centrales miembros de dicha unión, la cual estaría a cargo de la dirección de las operaciones de corto y largo plazo. Al mismo tiempo, el Consejero del Tesoro de Estados Unidos, Harry White, presentó un proyecto que difería completamente del propuesto por Keynes, el cual comprendía la creación de un Fondo de Estabilización Monetaria Internacional constituido por los países aliados (Estados Unidos, Inglaterra, Francia y Ruisa), con el fin de hacer prestamos temporales y hasta cierto límite, a los países con déficit en cuenta corriente sin necesidad de modificar su tipo de cambio, cada país fijaría su paridad inicial en términos de oro y se adoptaría una unidad internacional denominada *unitas*. El plan de White también contenía disposiciones para eliminar las restricciones y los controles cambiarios, así como llevar a los países miembros a liberar sus sistemas cambiarios para las transacciones en cuenta corriente [Urquidi, 1994: 841].

Durante la conferencia convocada por Roosevelt participaron expertos ingleses y estadounidenses para tomar una decisión entre los dos proyectos propuestos, el fallo resultó ser la formulación de un plan mixto que planteaba a dos instituciones principales: un Banco Mundial, que fungiera como prestamista a largo plazo y un Fondo Monetario que hiciera frente a la situación financiera, que previniera la devaluaciones y asistiera a los bancos centrales que tuvieran dificultades temporales ocasionadas por la posguerra.

Por otro lado, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) de México fue invitada por el propio secretario del Tesoro de Estados Unidos, con el fin de que conociera el proyecto e hiciera las observaciones que considerara oportunas. La presencia de México en la conferencia internacional fue representada por el licenciado Espinosa de los Monteros, entonces director de Nacional Financiera, y Rodrigo Gómez, subdirector de Banco de México. En la conferencia, que se llevó a cabo en Bretton Woods, estado de New Hampshire, Estados Unidos; la delegación mexicana quedó constituida por el Secretario de Hacienda licenciado Daniel Cosío Villegas, Rodrigo Gómez, el licenciado Espinosa de los Monteros y Víctor Urquidi [Urquidi, 1994: 845].

Una vez constituida la conferencia, ésta se dividió en tres partes: la primera estudiaría el proyecto de la organización del Fondo Monetario Internacional y sería presidida por Harry White. La segunda estaba a cargo de Keynes, en la cual se discutiría el proyecto del Banco Internacional; mientras que la tercera, se encargaría de designar los proyectos auxiliares a los dos anteriores. Igualmente, fue necesaria la presencia del experto abogado Dean Acheson para la solución de aquellos problemas que se presentasen

conforme a la materia. Dentro de este marco, se designó al licenciado Daniel Cosío Villegas para representar a México ante la Comisión al Banco Mundial.

Por otro lado, la delegación rusa, estaba encabezada por el señor Stepanov, Vicecomisario de Comercio Exterior y un conjunto de expertos de la Unión Soviética. La comitiva China estaba representada por el doctor Kieng, ministro de Hacienda; la delegación francesa fue precedida por el señor Mendes France, también Secretario de Hacienda en ese país. Por parte de Canadá, asistió el señor St. Laurent, abogado y Primer Ministro de ese país, aunque su presencia fue meramente formal. En lo que respecta a los países latinoamericanos, por su importancia y solidaridad entre sus miembros, se concluyó que tenían derecho a contar con dos delegados permanentes en el Consejo Directivo del Fondo.

Cuando el proyecto del Fondo Monetario Internacional fue aprobado, Inglaterra, Rusia, Estados Unidos y China tenían designados a dos representantes en el Directorio Ejecutivo de la organización. En cuanto al funcionamiento del proyecto, los primeros años fueron satisfactorios, pero después de que Estados Unidos suspendió la venta de oro a otros bancos centrales a precio de 35 dólares la onza, se hizo presente la necesidad de introducir reformas para el cumplimiento de los lineamientos descritos en la conferencia de Bretton Woods.

Para la formulación de los estatutos del Fondo Monetario se requería la creación de un banco que contara con facultades y recursos para financiar préstamos a largo plazo, principalmente para la reconstrucción de Europa, es decir, como un banco de reconstrucción. La delegación mexicana presentó la inquietud de que esta reconstrucción tuviera el carácter de transitoria y que los problemas que ameritaban un primer lugar de manera indefinida fueran los referentes al desarrollo económico; la segunda comisión precedida por Keynes, aceptó rápidamente la recomendación mexicana.

La tercera comisión trataba asuntos como la posible incorporación de la plata como metal de reserva monetaria, debido al papel importante que presentaba en la economía mexicana, la cual quedó a discusión en la Conferencia Monetaria, a pesar de la negativa de algunos países, posteriormente también fue aprobada como la posibilidad de que los bancos crearan una reserva de este metal. También se trataron asuntos importantes como la clausura del Banco de Liquidaciones Internacionales de Basilea (aún existente), la situación de los activos en poder de Alemania en los territorios ocupados durante la segunda guerra mundial, y el establecimiento de los lineamientos para enfrentar situaciones como la escasez de dólares, la fijación de paridades iniciales de tipo de

cambio y las condiciones necesarias ante un desequilibrio en el control de cambios, acordándose que no excediese del 10 por ciento.

En cuanto a la convertibilidad, cada país podía adoptar el régimen de libertad cambiaria para las transacciones corrientes previamente aprobado por el Fondo y se notificaría de las paridades iniciales al mismo. El capital inicial total fijado en Bretton Woods era de 8,800 millones de dólares y la votación en el Consejo de Administración asignó a cada país 250 votos de base, más uno por cada porción de la cuota equivalente a 100 mil dólares.

Por su parte, en 1946, México fijó una paridad inicial equivalente en gramos de oro al tipo de 4.85 pesos por dólar estadounidense y su cuota inicial en el FMI sería de 90 millones de dólares, con lo que aseguraba un apoyo del 22.5% es decir, 22.5 millones de pesos para sus reservas monetarias un año más tarde [Urquidi, 1994: 844].

Para el período que abarca de 1942 a 1944, era imposible prever la creación del Plan Marshall en 1947 y 1948, con el préstamo que obtendría Inglaterra por parte de Estados Unidos, el cual fue de 3,750 millones de dólares a fines de 1945.

El Banco Mundial inició operaciones en los primeros meses de 1947, otorgando únicamente tres créditos: a Francia, Dinamarca e Inglaterra, antes de poner en marcha el Plan Marshall. Este plan tuvo gran influencia en Europa, planteado como un apoyo de 8 mil millones de dólares durante cuatro años para inyectar capital a Europa y de alguna manera a Estados Unidos y Latinoamérica, vía compra de materias primas, productos intermedios y equipo.

El capital inicial del Banco Mundial² fue de 10 mil millones de dólares [Urquidi, 1994: 844], destinados a financiar proyectos y programas de desarrollo, convirtiéndose entonces en la fuente principal de financiamiento disponible para los países en desarrollo; sin embargo, quedaba una duda: ¿el capital sería garantizado por préstamos hechos por la banca o, mediante colocaciones de bonos en las bolsas de valores en lugar de otorgar préstamos a largo plazo?. Otra cuestión a resolver era si el préstamo se haría en moneda del mismo país que lo solicitara, ya que esto podía tener repercusiones favorables en el "pleno empleo" gracias a la inyección de circulante a la economía, mas sin embargo, esto

² La cuota que México destinaria al Banco Mundial se fijó en 65 millones de dólares y sólo significaba el voto en el Consejo de Administración de la entidad. El primer crédito que aprobó el Banco Mundial a México fue para la Comisión Federal de Electricidad (CFE), junto con Mexlighth, empresa de un consorcio estadounidense, que solicitaba un crédito paralelo. El Banco canalizó este préstamo mediante la CFE para tener mayor garantía sobre el mismo. Posteriormente, el Banco Mundial comenzó a financiar grandes proyectos de los sectores públicos en América Latina y en la India.

significaría una reducción en la capacidad del prestatario para la contratación de adquisiciones sobre equipos debido a las expectativas de inflación y el tipo cambiario al alza. Por lo que la propuesta era que las monedas que ingresaran al Banco se prestarían con la aprobación en cada caso del país participante de cuya moneda se tratara.

Durante las primeras etapas, el Banco Mundial carecía de credibilidad en los círculos financieros internacionales y éste, estaba más ocupado en la colocación de sus propios valores en el mercado, por lo que no realizaba préstamos directos a instituciones del sector público.

Entre 1950 y 1971, el Fondo Monetario Internacional dio prioridad a los problemas relacionados con la estabilización y ajuste de las paridades de las monedas europeas, esto en conjunto con otras autoridades como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). La escasez de dólares tuvo fin durante la década de los cincuenta, gracias a la prosperidad europea y los anteriores ajustes cambiarios realizados por el FMI y la OCDE [Urquidí, 1994: 845].

En cuanto a América Latina, el FMI realizó algunos ajustes devaluatorios como el de 1947 y 1948 en México, seguido por el de 1954. Sin embargo, su principal misión en Latinoamérica era la de fomentar la sustitución del control cambiario por la "liberalización", como medida de estabilización monetaria, pero el problema que presentaba este hecho era que las tasas de inflación no disminuyeron y que los bancos centrales insistían en mantener monedas sobrevaluadas; por lo que el FMI se enfrentó a las políticas instrumentadas por la Comisión Económica Para América Latina (CEPAL), la cual tenía una visión poco monetarista sobre la inflación y el desarrollo. A lo largo de este periodo, el FMI entró en cuenta que la CEPAL poco podía hacer en el ámbito monetario, ya que la inflación era una consecuencia de las medidas de expansión de circulante tomadas por la misma, no obstante el FMI tenía fondos disponibles, aunque siempre bajo ciertas condiciones, por lo que algunos bancos latinoamericanos estaban convencidos de que poco le interesaba el desarrollo económico y social de la zona. Mientras que el Banco Mundial amplió sus actividades por medio de diferentes asociaciones como: la Asociación Internacional del Desarrollo que ofrecía "créditos blandos", la Corporación Financiera Internacional, creada para promover inversiones directas de capital privado y crear programas integrales de desarrollo. En 1950, aceptó formar una comisión mixta con el gobierno mexicano para examinar las perspectivas a futuro y una estrategia de financiamiento externo a largo plazo para la creación de proyectos conjuntos, éste

documento fue utilizado como programa de desarrollo en el periodo sexenal de 1952 a 1958.

En 1960, con Chile y México a la cabeza, se crea el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y posteriormente, se establecen bancos subregionales en Centroamérica y el Caribe.

Para 1971, la influencia del FMI había sido poca en cuanto a los países industrializados miembros de la organización, los cuales se vieron afectados fuertemente debido al abandono de la paridad dólar-oro (que será explicado más adelante), por parte del gobierno de Estados Unidos; este modelo era la base del sistema de paridades del FMI, presentándose así, el fin de la estabilización monetaria del Pacto de Bretton Woods, instaurándose de inmediato el *régimen de flotación cambiaria*, el cual depende de la voluntad de los principales países desarrollados, de manera que el FMI perdió la capacidad para influir en los movimientos especulativos de capital.

Al poco tiempo, en 1973, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), daba cuenta del primer incremento súbito en los precios del petróleo, el cual creó una distorsión en la estructura de precios internacionales con efectos en las economías de los países industrializados, principalmente aquellos importadores de hidrocarburos; también se vieron afectados los países en desarrollo que dependían totalmente del consumo de petróleo [Urquidí, 1994: 847].

La cantidad de *petrodólares* en el mercado era enorme, estos papeles fueron emitidos por Estados Unidos desde 1971 en los mercados internacionales para captar la gran cantidad de liquidez existente. Ante esta situación, el FMI mostró una deficiente capacidad de respuesta ante el incremento en el precio del petróleo, mediante la colocación de una *ventanilla* para apoyar a algunos países con déficit petrolero, dejando de lado alguna otra medida que procurara el restablecimiento del equilibrio en los precios internacionales.

Durante el primer *boom* de capitales, derivado de la caída de los precios del petróleo en 1973, las potencias mundiales se vieron sometidas a fuertes cambios estructurales en sus mercados, terminando este periodo con una profunda crisis financiera internacional.

La segunda elevación de los precios del petróleo llegó en 1979, donde tanto el FMI como el BM dejaron ver, por segunda ocasión, su falta de respuesta ante el gran descontrol de demandas crediticias y de fondos a largo plazo, actuando solo como espectadores de las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo. Las consecuencias inmediatas se hicieron sentir en América Latina, Canadá, Noruega, Estados Unidos y Japón, el excesivo nivel de endeudamiento que estas naciones presentaban se tradujeron en el

debilitamiento de los mercados financieros en 1981, ocasionando una crisis de liquidez en los países endeudados a corto y mediano plazo. Esta crisis de deuda interrumpió el proceso de liberalización financiera, que desde principios de los setenta tomó gran fuerza; por lo que los mercados latinoamericanos se vieron seriamente afectados.

Posteriormente, se presenta una fase caracterizada por la nacionalización de la deuda del sector privado externo, mediante la intermediación de los bancos internacionales y el FMI, del mismo modo, se acordó, que América Latina debería ser aislada de los mercados de capitales internacionales para evitar el efecto de contagio. La decisión tomada por las autoridades monetarias inicia en 1982 con la moratoria mexicana y la firma del Plan Brady, tratado que prevalece hasta la reestructuración de la deuda en México en 1990.

Capítulo I

Introducción a la Economía de Mercado: 1970-1988

En 1944 se reorganizaron los esquemas monetarios en el acuerdo de Bretton Woods, estableciendo como único patrón aceptable a nivel internacional, el sistema del patrón oro basado en el dólar norteamericano; este sistema colapsó en 1971, dando lugar al nuevo esquema vigente de monedas nacionales de curso forzoso con tipos de cambios flexibles y establecidos, en su mayoría, por la oferta y la demanda de los mercados de divisas.

A partir de entonces, han surgido una gran variedad de activos financieros, generando a su vez una amplia gama de mercados organizados, que aspiran a ser cada vez más eficientes, aquellos que conocemos como *mercados financieros*.

A partir de la década de los setenta, se inició un proceso de mayor relación de mercados financieros en todo el mundo, debido a la creciente necesidad de los inversionistas por diversificar sus carteras, tanto a nivel nacional como internacional.

En conjunto con la apertura comercial de los años ochenta, se ha venido gestando la liberalización financiera y los procesos de flexibilización de los controles sobre los flujos internacionales de capital, los cuales juegan un papel de suma importancia en los mercados financieros y su adaptación hacia el proceso globalizador.

1.1 Entorno Internacional

Durante la década de los 1960, las obligaciones de Estados Unidos con el exterior eran superiores a las reservas de activos internacionales, después de que el 20% de las reservas de este país se habían destinado a la reconstrucción de Europa en 1946. De manera que la confianza en el dólar norteamericano frenó el precio del oro, hasta que, en 1960, la fijación del precio de este metal llegó a los 35 dólares por onza y su extracción se reactivó, empujando su precio a 40 dólares por onza, motivo por el cual Inglaterra vuelve a la libre convertibilidad del oro. Esto obligó a Estados Unidos a reestablecer el precio de 35 dólares por onza para evitar la desconfianza sobre su moneda, por lo que realiza

operaciones de compra-venta de sus reservas para sostener esta paridad, aunque este esfuerzo no fue suficiente para detener la ola de especulación que desencadenó el incremento en el precio del oro, sumado a que los países europeos se veían favorecidos con la situación ya que sus activos serían revaluados con respecto al dólar [Mántey y Levy, 1989: 49].

En 1961, se crea el llamado *Pool de oro*, donde los bancos centrales de ocho países intervendrían en el mercado libre de metales para sostener el precio de 35 dólares por onza. Hasta 1960, la liquidez internacional gozaba de altos niveles gracias a la expansión de crédito en moneda estadounidense al exterior; sin embargo, esta acción implicaba la expansión en el déficit permanente de la balanza de pagos, lo que ocasionó el desplome de la confianza en el dólar. La alternativa para reemplazar los créditos en dólares como fuente de liquidez internacional debería haber sido el incremento en las cuotas de los miembros del FMI, pero por el contrario, esta solución privaría a los países industrializados de ser proveedores de moneda internacional; por lo que se decidió, que los principales países industrializados prestarían dinero al FMI y así aseguraban la multiplicación de sus capitales.

Para 1965, la situación cambiaba, pues ya no había una correspondencia entre las reservas de oro en Estados Unidos y las obligaciones que había emitido en dólares, además de que las monedas europeas estaban casi totalmente reestablecidas y un año más tarde nuevamente se presenta una ola especulativa en contra del dólar y a favor de la elevación del precio del oro.

Francia tenía una de las más importantes reservas de oro de toda Europa, motivo por el cual ya no deseaba seguir protegiendo al dólar y anunció que dejaría de pertenecer al *Pool del oro*, esta acción fue secundada por Inglaterra propiciando así la desintegración del mismo [Mántey y Levy, 1989: 52].

Debido al temor de la comunidad internacional a la escasez de liquidez, el FMI se ve obligado a retomar la idea de Keynes a cerca de la instauración de una moneda internacional; es entonces cuando se crearon los Derechos Especiales de Giro (DEG), los cuales se distribuirían entre los países miembros cuando se necesitara incrementar la liquidez, sin necesidad de que alguno de los extremos adquiriera una deuda, sino una ganancia; siendo esta la primera reforma realizada por el FMI al sistema monetario internacional.

En el cuadro 1, podemos observar la integración de los DEG's a partir de 1970, un año antes de que se desintegrara el tratado de Bretton Woods. Esta integración favoreció las reservas de divisas y elevó el precio del oro a partir de ese año.

CUADRO 1
COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES, 1960-1988
(Millones de DEG's)

Año	FMI	DEG	Divisas	Total (excepto oro)	Oro a PM*	% Divisas/oro
1960	3,570	-	18,494	22,064	38,567	48.0
1961	4,159	-	19,134	23,292	38,919	49.2
1962	3,795	-	19,898	23,693	39,237	50.7
1963	3,940	-	22,690	26,630	40,308	56.3
1964	4,155	-	24,218	28,373	40,856	59.3
1965	5,377	-	24,018	29,394	41,919	57.3
1966	6,331	-	25,698	32,029	41,022	52.6
1967	5,748	-	39,403	35,151	39,649	74.2
1968	6,488	-	32,580	39,068	46,399	70.2
1969	6,726	-	33,063	39,189	39,174	84.4
1970	7,697	3,124	45,333	56,154	39,533	114.7
1971	6,351	5,874	75,418	87,644	41,328	182.5
1972	6,325	8,686	96,626	111,637	60,953	147.5
1973	6,168	8,807	102,863	117,839	95,119	108.1
1974	8,844	8,858	127,663	145,365	155,408	82.1
1975	12,624	8,764	138,795	160,183	122,045	113.7
1976	17,736	8,655	161,686	188,078	117,631	137.5
1977	18,089	8,133	203,655	229,876	139,757	145.7
1978	14,839	8,110	224,069	247,017	179,862	124.6
1979	11,760	12,479	249,731	273,970	367,072	68.0
1980	16,836	11,808	292,921	321,565	440,477	66.5
1981	21,323	16,411	292,600	303,334	325,545	89.9
1982	25,455	17,745	284,252	327,452	392,942	72.3
1983	39,113	14,418	307,024	360,555	345,215	88.9
1984	41,570	16,470	345,008	403,047	297,640	115.9
1985	38,731	18,210	348,295	405,236	282,625	123.2
1986	35,339	19,494	363,779	418,612	303,312	119.9
1987	31,467	20,202	454,973	506,642	322,296	141.2
1988	28,273	20,158	439,199	541,630	288,078	171.2

*Precio de Mercado

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios años.

Durante la década de los sesenta, los bancos comerciales crecieron a una tasa anual del 27% a diferencia del PIB real mundial que crecía a 5%, estos efectos provocaban cada

vez más inestabilidad, devaluaciones e inflación en el entorno internacional. Por ejemplo: Estados Unidos perdió más de la mitad de sus reservas de oro entre 1951 y 1971, y esta situación comenzó a reflejarse en el déficit en cuenta corriente, lo que evidenciaba la sobrevaluación del dólar, por lo que la Unión Americana se vio obligada a suspender la convertibilidad del dólar en oro; más tarde se acordaría una devaluación formal del dólar frente al oro y las debidas reevaluaciones de otras monedas en algunos acuerdos encaminados a retornar al sistema de paridades fijas, sin embargo, todos estos esfuerzos resultaron inútiles, fue entonces cuando se estableció un sistema de flotación de monedas de reserva.

Bajo estas condiciones de desorden monetario internacional se presentó el primer incremento en los precios del petróleo decretado por la OPEP en 1974, triplicando la cotización de éste hidrocarburo. En el *cuadro 2*, podemos ver un claro incremento en el precio del petróleo a partir de 1974, el cual ocasionó una redistribución de las reservas internacionales de los países desarrollados hacia los países exportadores de petróleo.

CUADRO 2
SUPERÁVIT PETROLERO Y LIQUIDEZ INTERNACIONAL
(Millones de dólares)

Año	<i>Balanza de cuenta corriente de países exportadores de petróleo</i>	<i>Incremento de activos de la banca comercial</i>
1967	n.d.	7,600
1968	n.d.	19,900
1969	n.d.	40,600
1970	-985	29,500
1971	1,235	54,300
1972	3,427	55,400
1973	6,136	116,500
1974	66,784	92,400
1975	33,032	99,900
1976	35,586	132,700
1977	25,185	188,700
1978	-566	292,300

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios años. Banco Mundial, *Informe Anual*, 1980.

En 1974, también se presentan problemas para el FMI, cuando la institución perdió toda su autoridad frente a los países industrializados permitiendo que, el ahora conocido como

Grupo de los 20³ (G-20), tomara las decisiones sobre la distribución de los recursos del Acuerdo General de Préstamos⁴ y no mediante el voto de cada país miembro del Fondo, también se decidió la desvinculación del sistema monetario internacional con el oro, para evitar una nueva posibilidad de inconvertibilidad de divisas o de una escasez de liquidez; además deslindar al sistema monetario internacional del oro implicaba fuertes ganancias para los países industrializados al ser desproveídos del metal, las reservas de los países incrementarían su valor al precio del mercado libre de 60 dólares por onza [Urquidi, 1994: 845].

A principios de la década de los setenta (con el alza de precios del petróleo), la incapacidad de la Fed⁵ para ajustar las políticas monetarias a esta situación desvirtuó este crecimiento. Durante esta década el principal objetivo de la política económica de los países desarrollados era el control de la inflación y la estabilidad en los precios internos. Mientras que su PIB real creció a una tasa del 5.6% de 1965 a 1980, impulsado por el exceso de oferta de créditos externos [ver cuadro 3].

La necesidad de los países desarrollados por mantener sus niveles de operación financiera y su tasa de expansión, los obligó a orientarse hacia los mercados financieros en vías de desarrollo, pero la magnitud del desequilibrio en estos mercados afectaba la capacidad financiera del mismo FMI [Mántey y Levy, 2000: 104].

Los bancos transnacionales se encontraron con un alto nivel de demanda de crédito en los mercados en desarrollo destinados a cubrir al sector servicios; estos créditos fueron otorgados por la banca privada a tasas de interés flotante, siendo esta misma deuda la que incentivó a los países desarrollados a mantener políticas monetarias restrictivas, ya que mientras más subieran las tasas de interés, mayor era el flujo de capitales.

El nuevo orden del sistema financiero internacional, dio prioridad a la estabilización de los flujos de capital especulativo, dejando en segundo término a los flujos comerciales

³ El G-20 está conformado por 19 países que incluye a los siete más desarrollados y a las economías emergentes de mayor relevancia; Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia, Japón, Italia, Canadá, Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, Corea, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía, y por el Banco Mundial y el FMI, quienes ocupan conjuntamente una posición.

⁴ Acuerdo en el que se estipulaba destinar recursos para financiar países cuyos desequilibrios monetarios pudieran poner en peligro al sistema monetario internacional.

⁵ *Federal Reserve System*: Está formado por un grupo de doce bancos, uno por cada distrito en que se divide en país. Es supervisado por la Junta de Gobernadores de la Reserva federal, encabezados por un presidente. Las actuaciones en la política monetaria suelen realizarse a través del Banco de la Reserva Federal de New York.

adoptando tipos de cambio flexibles⁶ con el propósito de dar seguridad al comercio internacional.

CUADRO 3

TASAS DE CRECIMIENTO PORCENTUAL DE LA ECONOMÍA MUNDIAL, 1970-1988

Año	Tasa de Interés nominal a CP	PIB real de países desarrollados	PIB real de países en desarrollo	Precios de productos básicos	Deuda pública externa a LP
1970	7.5	2.9	6.1	3.6	14.8
1971	5.3	3.6	6.2	-4.9	16.8
1972	4.5	5.4	5.9	13.3	16.7
1973	8.2	6.0	6.8	53.5	20.1
1974	9.9	0.6	5.2	27.9	30.1
1975	7.1	-0.4	6.0	-19.2	20.8
1976	6.5	5.0	4.7	14.8	24.7
1977	6.0	3.9	6.0	21.1	23.4
1978	6.9	4.0	5.1	-4.1	24.2
1979	8.8	3.3	4.5	16.3	15.6
1980	44.5	1.3	4.6	8.7	14.2
1981	12.6	1.6	3.0	-15.2	10.8
1982	10.5	-0.2	1.7	-12.4	10.5
1983	8.2	2.5	0.5	7.8	12.0
1984	8.4	4.5	2.8	2.6	10.0
1985	9.9	3.1	2.1	-13.0	12.0
1986	8.2	3.0	n.d.	-3.9	12.0
1987	5.7	3.0	n.d.	8.6	n.d.
1988	6.2	n.d.	n.d.	23.4	n.d.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales, varios años*. Banco Mundial, *World Debt Tables*, 1990.

No obstante, la experiencia muestra que los principales países industrializados no permitieron la libre flotación de las monedas y en su lugar, recurrieron al uso de las tasas de interés como medida de protección para evitar la salida de capitales [ver cuadro 3].

Fue hasta los años ochenta que, bajo una estricta política de control del circulante pudo regularse el proceso inflacionario. No obstante, para 1982, y ante la incapacidad de estos países se presentaron retiros masivos de depósitos, principalmente en los países exportadores de petróleo, motivo por el cual los banqueros decidieron disminuir el ritmo de la expansión financiera; es decir, de un 29% en este año a un 5% en 1984 [Mántey y Levy, 2000: 105].

⁶ La fijación del tipo de cambio de la moneda se realiza mediante la oferta y la demanda, sin la intervención de los bancos centrales o del gobierno.

En 1983, el FMI se vio nuevamente frente a la disyuntiva entre canalizar recursos por medio del incremento en las cuotas de los integrantes por medio de una nueva emisión de DEG's o proteger el monopolio del bloque industrializado mediante liquidez internacional. La resolución del FMI, terminó por inclinarse hacia el bloque más poderoso e incrementar el Acuerdo General de Préstamos a 17 mil millones de dólares.

La crisis financiera internacional iniciada en 1982 con la imposibilidad por parte de México para cumplir con sus compromisos de deuda externa, se convirtió en un efecto de contagio en toda América Latina, generando inconformidad ante la inequidad de las relaciones internacionales.

La situación de Latinoamérica se vería desahogada en la Conferencia de Quito, celebrada en enero de 1984, a la que asistieron autoridades de la CEPAL y los gobiernos de los países de la región. Al término de la reunión, se emitió un documento en el que se demandaba apoyo a los países desarrollados para la pronta solución de la crisis, el aumento de recursos por parte del FMI, la nueva emisión de DEG's y la conversión de éste en activo de reserva, entre otros factores.

Meses después, Argentina, México y Colombia convocaron nuevamente a los gobiernos de la región para discutir los problemas del comercio y las finanzas internacionales; esta reunión se llevó a cabo en Cartagena de Indias, Colombia, en junio de 1984. Con la participación de 11 países,⁷ los cuales solicitaban la reestructuración del sistema monetario internacional y la eliminación de las barreras proteccionistas impuestas por los países industrializados, argumentando que gran parte de las condiciones de la región eran causadas por las naciones acreedoras, bancos privados y organismos financieros internacionales.

Las propuestas latinoamericanas tuvieron respuesta hasta 1986 en la conferencia de la ONU (Organización de las Naciones Unidas); sin embargo, las soluciones a las demandas de ambas reuniones no han producido un cambio efectivo sobre la deuda externa de Latinoamérica, simplemente quedaron como puntos a tratar en las reuniones del FMI y del BM [Urquidí, 1994: 838].

Durante la conferencia anual del FMI, llevada a cabo en Seúl, Corea, en 1985, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Becker, propuso un plan para resolver el problema de endeudamiento; el cual consistía básicamente en tratar este problema

⁷ Brasil, México, Colombia, Argentina, Venezuela, Chile, Perú, Ecuador, Bolivia, Uruguay y República Dominicana.

individualmente, asumiendo la responsabilidad de los países acreedores, la banca privada y los organismos financieros internacionales.

El primer punto a tratar consistía en que los países endeudados adoptaran ciertas políticas que condujeron al equilibrio de la balanza de pagos. El segundo estaba basado en la permanencia del FMI y del BM como principales organismos rectores del manejo de la deuda externa; finalmente, el tercer punto estaba encaminado al incremento en los préstamos a los países en desarrollo, los cuales serían proporcionados por la banca comercial internacional en un lapso de 3 años: de 1986 a 1988. El Plan Becker obtuvo una aceptación unánime de los países industrializados, pero no de la banca comercial ni de los países tercermundistas, ya que argumentaban que esta responsabilidad también comprendía a los países industrializados y a las autoridades financieras internacionales.

La renuencia de la banca comercial a incrementar los préstamos a las economías en desarrollo y la inflexibilidad de los gobiernos acreedores no permitieron el reestablecimiento de los flujos de capital a los países deudores; esta situación, lejos de fomentar el desarrollo de los países del tercer mundo, los conducía hacia una grave crisis.

Posteriormente, en 1989, la vigilancia multilateral⁸ sustituyó las funciones del FMI, con el supuesto de que las fuerzas de los mercados mantendrían los tipos de cambio con el entorno de las economías. Esta decisión concentró aún más las políticas monetarias impuestas por las principales potencias económicas, exponiendo al mercado internacional a un alto nivel de especulación y confirmando así el efecto de una crisis inmediata.

Debido a la inestabilidad del dólar, la caída de esta divisa se aceleró desarrollando efectos inflacionarios en Estados Unidos, ocasionando una crisis de credibilidad que, posteriormente, desplomó su mercado bursátil en 1989, provocando una gran fuga de capitales hacia otros mercados [Mántey y Levy, 2000: 105].

A finales del mes de abril del mismo año, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos hace una emisión masiva de bonos para financiar el déficit presupuestal que detuviera la caída del dólar; a pesar de esta medida, la trayectoria de la divisa continuaba en descenso y por lo tanto, la Reserva Federal tomó la decisión de elevar los rendimientos en el mercado de valores.

En el periodo que va de la década de los setenta y hasta finales de los años ochenta, se observa [ver cuadro 4] una gran cantidad de crisis bancarias a nivel internacional; es decir, tanto de países desarrollados (miembros de la OCDE) como de emergentes

⁸ Alianza de los países desarrollados para analizar el comportamiento de la economía mundial. Conferencia en Rambouillet, Francia.

(Latinoamérica). Estas crisis fueron resultado, del proceso de liberalización y desregulación presentado por dichas economías.

CUADRO 4

**CRISIS BANCARIAS EN FUNCIÓN DEL PROCESO DE LIBERALIZACIÓN
1970-1989**

	<i>Liberalización Financiera</i>	<i>Años de crisis</i>	<i>Costo % del PIB</i>
Chile	1976	1982	33%
España	1971	1977	15%
Finlandia	1987	1991	15.6%
Japón	1980	1990	30%
México	1989	1994	14.4%
Noruega	1984	1988	2.6%
Suecia	1985	1991	4.3%
Uruguay	1974	1992	n. d
Venezuela	1989	1994	17%

Fuente: Mántey y Levy, 2000: 223.

1.1.1 Mercados Desarrollados

En 1979, se trató de reforzar la supervisión por parte del comité monetario de la Comunidad Europea (CE), mediante la creación en el mismo año del Sistema Monetario Europeo (SME); esto se sustentaba en la premisa de un órgano comunitario al cual pudieran rendir cuentas los responsables nacionales de la política monetaria.

El acta de fundación del SME autorizaba a los gobiernos a obtener créditos ilimitados de mecanismo de financiamiento a muy corto plazo, lo que parecía obligar a los países de moneda fuerte a prestar ayuda ilimitada a sus socios de moneda débil; sin embargo, ninguna de estas disposiciones funcionó [Mántey y Levy, 1989: 220].

Así pues, no sólo se limitó la obligación de Alemania, que fuera la economía más fuerte, a prestar ayuda al exterior sino que, además, se subordinó a la disposición de otros países a realinear sus monedas. Alemania asumió entonces el papel de país de moneda fuerte que había ocupado Estados Unidos en el sistema Bretton Woods, obligándola así a invertir en el financiamiento de países con moneda débil. Sin embargo, Alemania, a

diferencia de Estados Unidos en 1944, presentaba la posibilidad de que éstos países realinearan su moneda al "Franco" alemán en un orden de 2.3% dentro de las bandas de flotación (al igual que los últimos años del sistema Bretton Woods).

Los tipos de cambio centrales se modificarían una vez cada ocho meses durante los cuatro primeros años del SME, hasta 1987, y posteriormente este procedimiento se redujo a una vez cada año.

Aunque parecía que la CE se encontraba en vías de resolver su problema de tipos de cambio, les preocupaba la capacidad de los productores europeos para competir con Estados Unidos y Japón; lo cual los llevó a considerar la posibilidad de acelerar el proceso de integración europea, con el fin de inyectar mayores recursos a la zona. La dinámica resultó ser compleja, obteniendo un proceso de integración basado en un nuevo compromiso de los miembros de la CE de fijar tipos de cambio anclados a la moneda alemana (debido a su baja inflación); limitando a los países miembros para adoptar medidas macroeconómicas independientes; se obligó a tomar medidas de contracción de salarios, aumento de seguridad de empleo y prestaciones por desempleo. Este Programa de Mercado Único (1986), trató de reducir el desempleo y de poner fin a la recesión europea simplificando las estructuras reguladoras, e intensificando la competencia entre estados miembros de la CE (G-12).⁹

Posteriormente, en base a los resultados de este programa y al incremento en el ritmo de la integración se hacen presentes el *Informe Delors*¹⁰ en 1989, documento que planteaba la unión económica y monetaria (en tres fases), y el *Tratado de Maastricht* en 1992;¹¹ llamado a establecer los cimientos de la futura integración política, donde destacaban fundamentalmente la seguridad y la política exterior, así como la constitución política para la Unión Europea y su integración monetaria; ambos encaminados a la sustitución del SME por una unión monetaria europea en un plazo de 10 años.

⁹ Francia. Alemania. Italia, Bélgica, Países Bajos y Luxemburgo (1951), Dinamarca, Irlanda y Reino Unido (1973), Grecia (1981), España y Portugal (1986).

¹⁰ En Junio de 1988 el Consejo Europeo confirmó el objetivo de lograr progresivamente una Unión Económica y Monetaria (UEM). Constituyó un Comité, presidido por el entonces presidente de la Comisión Europea Jacques Delors.

¹¹ Celebrado en Maastricht el 7 de febrero de 1992 pero entraría en vigor en noviembre de 1993

1.1.2 Mercados Emergentes

En el mundo en vías de desarrollo, los tipos de cambio fluctuantes no eran atractivos, debido a que eran países con un entorno poco desarrollado, en los cuales las perturbaciones podían ocasionar un elevado grado de inestabilidad de los tipos de cambio y en la asignación de los recursos; así pues, la mayoría de los países en vías de desarrollo establecieron tipos de cambio fijos, amparados en los controles de capitales.

Con el paso del tiempo, resultó cada vez más difícil conciliar los tipos de cambio fijos con el intento de liberalizar los mercados financieros, de tal forma que los países en vías de desarrollo debieron recurrir a la conocida política de *sustitución de importaciones* y de represión financiera tras la segunda guerra mundial.

Tal fue el caso de América Latina, en donde los países de la zona emplearon fuertes controles arancelarios y de capitales para separar las transacciones nacionales de las internacionales. También se utilizaron controles de precios, juntas de comercialización y restricciones financieras para orientar el desarrollo al interior [Mántey y Levy, 2000: 201].

El modelo funcionó bien durante los años posteriores a la guerra, durante los cuales ni el comercio internacional ni los préstamos internacionales se habían recuperado aún y el atraso tecnológico brindaba oportunidades para el crecimiento.

Sin embargo, la política intervencionista comenzó a tomar fuerza, el comercio y los préstamos se recuperaron y con el agotamiento de las oportunidades de crecimiento cobró gran importancia la flexibilidad que daba el sistema de precios. Ya en la década de los sesenta, los países en vías de desarrollo comenzaron a pasar del modelo de sustitución de importaciones al fomento de las exportaciones y la liberalización de los mercados [Mántey y Levy, 2000: 214].

Las consecuencias no fueron muy diferentes de las que las experiencias de los países desarrollados: al liberalizarse los mercados interiores, resultó más difícil controlar los movimientos internacionales.

El mantenimiento de los controles de capitales se volvió gravoso y perturbador, más aún con el aumento del número de bancos comerciales que prestaban servicios a los países en vías de desarrollo, estos bancos crecieron y con ellos los movimientos de capitales, dificultando así su gestión; es decir, cada vez era más difícil resistir las presiones que dejaban de apreciar las monedas cuando entraban capitales repentinamente, o en su defecto, aquellas que depreciaban el tipo de cambio para facilitar el ajuste frente a la salida de capital.

Los países en vías de desarrollo más grandes eran aquellos que se inclinaban más hacia el abandono de los tipos de cambio fijo; mientras que en 1982 el 73% de estos países aún manejaban este tipo de cambio. De manera que sus gobiernos, preocupados por la inestabilidad que producían los mercados estrechos se vieron obligados a intervenir frecuentemente para lograr estabilizar los tipos de cambio. Dichos países tuvieron un tipo de cambio fijo durante todo el periodo de posguerra disfrutaron de niveles de tasas de inflación relativamente bajas, a diferencia de los que tuvieron un sistema de tipo de cambio flexible y a los que pasaron de un tipo de cambio fluctuante. Se decía pues, que los tipos de cambio fijos imponían disciplina a las entidades responsables de la política económica, obligándolas a frenar las tendencias inflacionarias [Mántey y Levy, 2000: 107].

1.2 Entorno Nacional

Durante la década de los setenta, México se encontraba bajo el modelo económico de sustitución de importaciones (SI), cuando el financiamiento del sector público a corto o mediano plazo estaba a cargo de las políticas monetarias y era financiado por medio de la expansión de esta base, en conjunto con la aplicación de altas tasas de encaje legal¹² al sistema bancario comercial, lo que hacía posible controlar el multiplicador monetario¹³ y por ende, la oferta monetaria¹⁴ [Villegas y Ortega, 2002: 19].

Mientras que aquellos sectores considerados por el Estado como prioritarios para el crecimiento económico eran regidos por tasas de interés fijas y subsidios gubernamentales. Los créditos de largo plazo eran otorgados por la banca de desarrollo y el Banco de México.

Esta política monetaria resultó ser un instrumento eficiente hasta 1975, cuando las tasas de inflación y de interés comenzaron a crecer y fue necesaria la racionalización del encaje

¹² Reservas líquidas que los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y otras instituciones financieras mantenían el banco central como depósitos a la vista de carácter obligatorio. Dicho coeficiente representaba el 2% de los pasivos computables.

¹³ Es el número de unidades monetarias en que puede incrementarse la oferta monetaria como resultado de un aumento en una unidad de las reservas de las instituciones financieras depositarias.

¹⁴ Es la cantidad de dinero en circulación de una economía, La oferta monetaria se conforma por el dinero en efectivo en manos del público, más los depósitos a la vista de la banca privada, más los depósitos ordinarios de otras instituciones financieras del banco central de un país.

legal, motivo por el cual se pudo reducir el multiplicador crediticio durante la segunda mitad de la década [Huerta, 2002: 61].

No obstante, la política cambiaria no estaba completamente estructurada, ya que el tipo de cambio mediante el cual se regía, implantado desde el Acuerdo de Bretton Woods, por medio de un tipo de cambio fijo, fue hasta 1976 cuando se adoptó un tipo de cambio flotante. Sin embargo, México continuó utilizando el tipo de cambio anterior a la devaluación del mismo año. Este hecho agudizó más la situación macroeconómica de nuestro país, haciendo necesaria una reforma económica y la creación de un programa de estabilización, de esta manera, el principio de la década de los ochenta se caracterizó por crecientes desequilibrios macroeconómicos [Huerta, 2002: 65].

A diferencia del modelo de SI, el cual prevaleció hasta el año de 1982, la política macroeconómica instrumentada a partir de la crisis de deuda mexicana, estaba encaminada a la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos y a disminuir la inflación heredada del periodo anterior, por lo que el crecimiento pasó a segundo término.

Salvo por los serios problemas que causó el desplome de los precios del petróleo en 1986, las crisis mexicanas han estado precedidas por una fuerte expansión del crédito. Las de 1976 y 1982, fueron originadas por el endeudamiento que financió crecimientos especulativos del gasto público y particularmente en la segunda, por un gran volumen de recursos financieros canalizados al sector privado mexicano [Villegas y Ortega, 2002: 37]. Un fuerte indicador de la situación nacional, fue la disminución de las reservas de divisas, justo antes del año electoral en 1981, aunque que desde 1976 ya se dejaban ver. En diciembre de 1982, Miguel de la Madrid Hurtado (1982-1988) asumió la presidencia de México y puso en marcha el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), orientado a combatir la inflación, la inestabilidad cambiaria y la escasez de divisas, proteger el empleo, el abasto y la planta productiva, asentando las bases del *desarrollo sostenido*, el cual contenía 10 puntos principales:

1. Disminución del crecimiento del gasto público;
2. Protección al empleo;
3. Continuación de las obras en proceso;
4. Reforzamiento de las normas que aseguraran una disciplina adecuada, programación, eficiencia y escrupulosa honradez en el ejercicio del gasto público autorizado;

5. Protección y estímulo a los programas de producción, importación y distribución de alimentos básicos para el pueblo;
6. Aumento de los ingresos públicos para enfrentar el crecimiento de déficit;
7. Canalización del crédito a las propiedades del desarrollo nacional;
8. Reivindicación del mercado cambiario bajo la autoridad y soberanía monetaria del Estado;
9. Reestructuración de la administración federal, y
10. Actuación bajo el principio de rectoría del Estado.

En el periodo de 1982 a 1987, las políticas estaban dirigidas al saneamiento fiscal y a la creación de un superávit comercial que les permitiera subsanar el servicio de la deuda externa [Villegas y Ortega, 2002: 23]. Las reformas de estabilización llevadas a cabo en este periodo, tenían dos objetivos centrales: el saneamiento fiscal y la estabilización macroeconómica; mientras que la liberalización de los mercados financieros y la desregulación se proponían estabilizar rápidamente la situación macroeconómica del país.

1.2.1 Reformas de Primera Generación: 1980-1988

Al inicio de las reformas de la década de los ochenta, México presentaba una estructura de precios que reflejaba la época de proteccionismo y baja inflación del modelo económico anterior. Entre 1981 y 1982, se aplicaron medidas que aumentaron las políticas de sustitución de importaciones con el fin de disminuir los niveles de competitividad hacia el interior de la economía; mientras que la estructura de exportaciones mexicanas de productos primarios reflejaba saldos positivos, principalmente en cuanto a la exportación de petróleo.

Estas reformas de primera generación, debieron ser instrumentadas en un marco de congruencia con los dos objetivos principales de las reformas: el saneamiento fiscal, y la estabilización macroeconómica.

1.2.1.1 Liberación del Comercio

Hacia la década de los ochenta, la estructura de precios se encontraba distorsionada debido al proteccionismo comercial; principalmente reflejado en el uso generalizado de los aranceles y barreras comerciales de importación; de tal manera que, entre 1981 y 1982, las autoridades aplicaron un alza en las tasas nominales de protección casi al 100%. Esta situación, redujo el nivel de competitividad de la economía mexicana y la participación de las exportaciones como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB).

Frente a este entorno comercial, uno de los principales puntos de la reforma de esta década, fue el dismantelamiento de las restricciones al comercio internacional. Las primeras medidas en este sentido iniciaron en 1983, con la reducción gradual de las barreras arancelarias; aunque, de alguna manera, siguieron vigentes los permisos de importación.

En 1984, comenzaron a eliminarse dichos permisos a la importación, de tal manera que las importaciones controladas se redujeron a 83.5% del total [Clavijo, 2000: 20].

Es importante mencionar que, de 1983 a 1985, el gobierno había fracasado en alcanzar las metas inflacionarias, debido a los defectos de este modelo y la falta de una apertura comercial, la cual se presentó un año más tarde.

En 1985, las importaciones controladas disminuyeron al 37.5%, mientras que en 1986 éstas presentaban el 30% del total. En este mismo año se presentó la incorporación de México al Acuerdo General de Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT),¹⁵ bajo ciertos lineamientos como: la reducción del arancel máximo hasta 50% y la eliminación de los precios oficiales de referenciá. Sin embargo, se le permitió a México conservar algunos aranceles a las importaciones en materia de bienes que promovieran la industria y la agricultura que eran aquellas que tenían un mayor porcentaje de restricciones; pero al mismo tiempo se estipuló que debía establecer incentivos a las exportaciones, con lo que se crea el Programa de Importación Temporal para Producir artículos de Exportación (PITEX) [Clavijo, 2000: 22].

En 1987, se instauró el programa de Empresas Altamente Exportadoras (ALTEX) con el que las empresas, maquiladoras o que operaran bajo el PITEX, pudieron obtener ciertos beneficios administrativos por parte del gobierno, al aumentar sus porcentajes de exportaciones en al menos un 40% del total [Clavijo, 2000: 21].

¹⁵ Ahora OMC (Organización Mundial de Comercio). La entrada formal de México al GATT se llevó a cabo en el mes de julio de 1986.

Gracias a los programas operados a finales de la década de los ochenta, como el Programa de Solidaridad Económica (PSE)¹⁶ en 1987, el proceso de apertura comercial se vio beneficiado.

Como complemento a la disminución de los aranceles, México llevó a cabo diversas negociaciones sobre tratados comerciales con otras regiones del mundo; tal es el caso del acuerdo firmado con la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) en 1986; con la Cuenca del Pacífico en 1988; el ingreso a la Cooperación Económica del Pacífico Asiático (APEC) en 1989; en 1990, México participó en la creación el Grupo de los Tres (G-3).¹⁷ Además de algunos tratados de libre comercio con Chile (1991) y el TLCAN (Tratado de Libre Comercio con América del Norte) en 1993¹⁸ [Clavijo, 2000: 23] que entraría en vigor el primero de enero de 1995.

1.2.1.2 *Liberalización Financiera Interna*

La primera fase de la liberación financiera abarcó desde la 1970 hasta 1987; caracterizándose por la flexibilización de las estructura institucional del sistema financiero con el objeto de adecuarlo a las nuevas condiciones de la economía, tanto interna (aceleración de la inflación y mayor financiamiento del sector público) como externa (mayores tasas de interés y estanflación) [Clavijo, 2000: 25].

El objetivo principal de esta reforma fue evitar la depresión de la demanda de los activos bancarios sujetos al encaje legal, para así, dar paso al financiamiento público basándose en dos aspectos centrales: la liberación de las tasas de interés y la racionalización del encaje legal.

En 1974, se tomaron las primeras medidas tendientes a flexibilizar las tasas de interés; primeramente las tasas pasivas¹⁹ fueron ajustadas al alza y se creó un indicador del costo de fondeo²⁰ del sistema bancario: *Índice Promedio de Captación de Fondos* (CPP).

Entre 1976 y 1980, los bancos fueron autorizados para captar recursos de capital mediante nuevos instrumentos: Certificados de Depósito (CEDES) y los Pagarés.²¹

¹⁶ El desarrollo de este programa, y en general, de estas reformas y este programa puede consultarse el Capítulo II del presente documento.

¹⁷ Grupo integrado por México, Colombia y Venezuela.

¹⁸ Tratado que entraría en vigor el 1^o de enero de 1994.

¹⁹ Referentes a las otorgadas por los bancos.

²⁰ Costo que debe pagarse al adquirir capital financiado.

²¹ Los CEDES serían denominados en pesos o en dólares, y tendrían un plazo de 30 a 725 días. Mientras que los Pagarés serían de 1 a 6 meses.

Al mismo tiempo, se crearon las cuentas de depósito con fechas predeterminadas de retiro con tasas de interés variable.²²

En 1980, se flexibilizaron las reglas de emisión de *Aceptaciones Bancarias*;²³ mientras que en 1982, se liberaron las subastas de los *Certificados de la Tesorería de la Federación* (CETES),²⁴ dejando que su precio se fijara por la oferta y la demanda; de este modo, los CETES se convirtieron en la tasa de referencia más importante del mercado.

En cuanto al encaje legal, se tomaron medidas para racionalizar y simplificar su mecanismo; para lo cual, en 1977 se estableció una tasa única para los instrumentos de la banca múltiple (denominados en pesos). Hasta 1987 se realizó la reducción de el encaje, pasando de 92.2% a 51 por ciento.

La segunda etapa de la liberalización financiera inició en 1988,²⁵ con modificaciones a las tasas de interés, encaje legal, crédito dirigido, privatización de la banca, regulación prudencial, y supervisión y autonomía del Banco de México.

1.2.1.3 Apertura a Cuentas de Capitales

La desregulación de la *inversión extranjera directa* (IED),²⁶ en la década de los ochenta, era regida por la ley para regular la Inversión Extranjera Directa expedida en 1973; en dicha ley la IED se clasificaba en cuatro grandes rubros: i) la reservada al Estado (petróleo, electricidad y ferrocarriles); ii) la reservada exclusivamente a mexicanos (comunicaciones y transportes, explotación de recursos forestales, etc.); iii) la sujeta a limitaciones especificadas por la ley (aquellas sujetas a un límite de 40% o a otras leyes), y iv) todas las actividades restantes en las que la participación extranjera no pudiera superar el 49% de su tenencia [Clavijo, 2000: 32].

A partir de 1984, se presentó la flexibilización de la ley a la IED mediante la adición de ciertos lineamientos a la Comisión Nacional para la Inversión Extranjera (CNIE) autorizando la instalación de empresas de capital mayoritario o totalmente extranjero en el

²² Aunque estas tasas eran más altas que las otorgadas por los instrumentos tradicionales, estaban sujetas a una tasa de interés máxima fijada por el Banco de México.

²³ Los rendimientos otorgados por estos documentos no estaban determinados por el Banco de México.

²⁴ Instrumentos creados en 1978 con rendimientos fijados por el Banco de México.

²⁵ El desarrollo de dicha etapa se encuentra en el Capítulo II del presente documento.

²⁶ La entrada de inversión extranjera inició sus colocaciones por medio de las acciones de libre suscripción ("L"), posteriormente, por la creación del Fondo Neutro y la colocación de ADR's en el mercado de New York Sock Exchange (NYSE).

sector exportador, en el intensivo o de alta tecnología; además de permitir la apertura comercial de filiales de empresas extranjeras.

1.2.1.4 Privatizaciones

En cuanto a las empresas gubernamentales, que en 1983 sumaban 1,155, se presentó la necesidad de realizar un proceso de desincorporación de paraestatales y los servicios públicos, con la finalidad de mejorar la eficiencia del sector mediante la reducción en el gasto estructural y la eliminación de gastos y subsidios no justificables.

Este proceso se realizó mediante el establecimiento de distintas opciones de desincorporación: liquidación, fusión, transferencia, y venta²⁷.

La primera etapa de este proceso se presentó durante 1983 y 1984, realizándose la venta ocasional de pequeñas empresas no estratégicas y de escasa rentabilidad; se liquidaron aquellas empresas existentes sólo en papel, de manera que, a finales de este periodo aún existían 1,049 entidades paraestatales [Clavijo, 2000: 37].

Durante la segunda etapa de la desincorporación (1985-1988), este proceso se presentó como un instrumento de política económica para incrementar la productividad y competitividad de la industria mexicana ante la apertura comercial, pasando de 703 empresas paraestatales en 1985 a 252 a finales de 1988, donde una gran mayoría de éstas fueron liquidadas.

Por último, la tercera (1988-1993) y cuarta (1994) etapas del proceso se llevaron a cabo cuando la privatización llegó finalmente a las empresas gubernamentales con gran poder de mercado²⁸ [Clavijo, 2000: 39].

Por otra parte, ante el agotamiento del modelo económico de la década de los setenta y principios de los ochenta, resultó necesaria la introducción de una reforma fiscal basada en la reducción de las tasas impositivas, la eliminación de diversos gravámenes, la ampliación de la base tributaria, la simplificación y modernización administrativa. Todas las premisas anteriores, respondieron a la adopción de un modelo de desarrollo orientado a la economía de mercado; el cual se materializó con el Plan Nacional de Desarrollo, 1988-1994. [Clavijo, 2000: 42].

²⁷ Esta constituyó parte fundamental del programa de desincorporación de paraestatales. Su criterio de aplicación se operó cuando se tratara de una entidad no estratégica ni prioritaria, pero si viable para la economía.

²⁸ La tercera etapa de este proceso se desarrolla en el Capítulo II.

En el conjunto de estas reformas, también debe anexarse la transformación, simplificación y/o eliminación del marco regulatorio necesario para que el Estado mantuviera el papel de supervisor en las relaciones entre los agentes económicos; a este paso se le conoció como desregulación. Iniciando en 1989, con las modificaciones al sector de transporte; carga y pasaje; puertos y ferrocarriles; zonas federales; turismo; aerolíneas; telecomunicaciones; gas, petróleo y petroquímica; industria manufacturera; aduanas; y finalmente; las correspondientes a la Ley de Competencia Económica.²⁹

El proceso de reprivatización de la banca mexicana se llevó a cabo entre 1990 y 1992, mientras que en 1993 se reestructuró la banca de desarrollo, redefiniendo sus objetivos y sus operaciones en el mercado crediticio.

1.2.1.5 *Reforma Tributaria*

Las reformas en materia fiscal, durante 1978 y 1981 estuvieron orientadas a la corrección de los efectos negativos de la inflación en los contribuyentes y a hacer más progresivo el impuesto personal sobre la renta; así como a modernizar el sistema de impuestos indirectos mediante la introducción del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en 1980 y la transformación de los impuestos específicos al consumo.

Entre 1982 y 1986, la preocupación central de la reforma tributaria fue detener el quebranto del déficit fiscal por medio de incrementos en algunas tasas impositivas: la tasa general del IVA se incrementó de 10% al 15%, y la de los bienes suministrados subió a 20%; al mismo tiempo, se restringió la tasa "cero" a los alimentos no procesados³⁰ y los procesados³¹, quedando gravados por un 6%.

Igualmente, se introdujo un derecho del 26.8% al crudo; mientras que en materia de impuestos directos, se introdujo una tasa adicional de 10% respecto de las tasas marginales de los contribuyentes (aquellos que tuvieran ingresos mayores a los cinco salarios mínimos).

La reforma de 1987 estuvo orientada a fortalecer la recaudación de impuestos a través de la corrección de la inflación, el aumento en la equidad y la eficiencia de la misma

²⁹ Atendiendo a la cronología de este capítulo, el desarrollo de la "desregulación" y "privatización de la banca" mexicana se realiza en el siguiente capítulo.

³⁰ Los alimentos no procesados estaban exentos de IVA desde 1983.

³¹ Los alimentos procesados pagaban un 6% de IVA.

(recaudación), y finalmente con la modernización administrativa del sistema tributario (simplificación y descentralización).

1.3 Antecedentes del Sistema Financiero Mexicano

La evolución del sistema financiero mexicano ha estado íntimamente ligada a la historia de la banca y el crédito.

En 1975 existían 243 instituciones bancarias; para las cuales, el 18 de marzo de 1976, fue publicado en el *Diario Oficial de la Federación* (DOF), el Reglamento de la Banca Múltiple, en el que éstas eran definidas como una sociedad vinculada con el Estado para realizar operaciones de banca de depósito³², financiera³³ e hipotecaria,³⁴ además de operaciones con divisas previstas por la ley.

El año de 1977, fue determinante para el sistema financiero mexicano, pues todas las instituciones financieras especializadas se sumaron a la banca múltiple,³⁵ formando un total de 36 bancos.

Posteriormente, el 31 de diciembre de 1981 había 36 multibancos: de los cuales los activos de Bancomer, S. A. y Banco Nacional de México, S. A., sumaban el 42.9% del total. Si se añaden los activos del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras), Banca Serfín, S. A., y Multibanco Comermex, S. A., las seis instituciones tenían un total de 76.26% del total de activos de la banca nacional mexicana; con lo que se puede hablar de concentración de capital financiero [Dieck, 2004: 9].

El proceso de integración de la banca múltiple, dio inicio con la fusión en enero de 1982 del Banco del Atlántico S. A., y Banpacífico, S. A., y en mayo Crédito Mexicano, S. A., con Banco Longoria, S. A. Mientras que Banamex, Bancomer, Comermex y Serfin ya tenían agencias y sucursales en el exterior [Villegas y Ortega, 2002: 21].

En septiembre de 1982, el presidente José López Portillo proclamó la estatización de la banca privada, a excepción de Banobras y City Bank, las Organizaciones Auxiliares de Crédito y las oficinas de representación.

³² Segmento de banca que realiza actividades referentes a la custodia de capital encomendado por el cliente.

³³ Banca especializada en operaciones de inversión, financiamiento y colocación del capital encomendado por el cliente.

³⁴ Banca cuyas operaciones típicas son referentes a los bienes inmuebles.

³⁵ Multibanco Comermex, S. A., Bancrecer, S. A., Unibanco, S. A., Banca Promex, S. A., Banco Nacional de México, Banca Metropolitana, S. A., Banco Internacional, S. A., y Banco Occidental de México, S. A.

Como primera línea de defensa ante la crisis internacional y la nacional de deuda, se estableció el control total de cambios, que consideraba dos tipos de cambios: el preferencial (a 50 pesos por dólar americano) y el ordinario (a 70 pesos por dólar americano); siendo el Banco de México el único autorizado para realizar la importación y exportación de divisas, con la única moneda en curso en México: el peso mexicano.³⁶

La estatización de la banca no fue una decisión tomada a la ligera, sino como una respuesta a la urgente necesidad del gobierno para financiar su gasto, en el que se incluía la carga de la deuda del mismo organismo; de tal forma que entre el 31 de diciembre de 1982 y el 31 de diciembre de 1988, el único renglón del activo que creció de manera importante (22.7% anual) fue el de *otros conceptos de activo*³⁷ [Dieck, 2002: 9].

En 1984 se presentó en *Plan Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988*, cuyos objetivos específicos fueron recuperar y fortalecer el ahorro interno, asignar y canalizar eficientemente los recursos financieros, reorientar las relaciones económicas con el exterior, fortalecer y consolidar el sistema financiero mexicano.

1.3.1 Modificaciones Jurídicas en Materia Financiera

El 18 de marzo de 1976 se publicaron en el DOF las Reglas de la Banca Múltiple, creando las bases legales para la concentración de capital bancario. Gracias a este decreto para 1977, 93 instituciones de crédito se convirtieron en 14 de banca múltiple.

En 1978 se creó el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL), el cual actuaba como organismo de inspección y como árbitro en conflictos ocasionados por operaciones de valores.

El 22 de agosto de 1979, nació el Banco Obrero y en ese mismo año se implantó el Impuesto al Valor Agregado (IVA) [Villegas y Ortega, 2002: 19].

En el contexto del PIRE (anteriormente descrito), se realizaron modificaciones legales importantes que entraron en vigor en 1983, entre ellas: la *ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito*, publicada en el DOF el 31 de diciembre de 1982, misma que

³⁶ Para 1982, veintiocho países del mundo carecían de controles de cambios, entre ellos 10 países petroleros, otros pequeños dedicados al comercio internacional (Panamá, Haití, Libano y Singapur) y algunos países desarrollados.

³⁷ Este renglón corresponde a la función principal de los bancos, que es financiar el desarrollo a través de créditos, y puede envolver muchos conceptos, razón por la cual no sabemos cual fue su utilización real.

ordenaba convertir en Sociedades Nacionales de Crédito las instituciones estatizadas el 1º de septiembre de 1982.

El 31 de mayo de 1982 se publicó en el DOF el *Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988* [Villegas y Ortega, 2002: 25], dividido en tres apartados que establecían: el marco de referencia para el diseño de la estrategia general del plan; los lineamientos e instrumentación del mismo y la forma de participación de los diferentes grupos sociales. En cuanto al sistema financiero mexicano se refiere, dicho plan no varió en su estructura, simplemente las instituciones financieras cambiaron de propietario, de tal manera que la SHCP siguió siendo la máxima autoridad financiera, ejerciendo sus funciones a través de la Subsecretaría de Banca, regulando y supervisando la actividad financiera mediante el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y la Comisión Nacional de Valores.

El Banco de México, en su Ley Orgánica, tampoco sufrió modificaciones, desempeñaba la regulación de emisiones y circulación de la moneda (peso mexicano), el crédito y los cambios necesarios para cumplir estos fines. También actuaba como banco de reserva y prestamista de última instancia, así como la regulación del servicio de cámara de compensación,³⁸ prestaba servicios a la tesorería del gobierno federal y actuaba como agente financiero de éste en operaciones de crédito interno y externo y fungía como asesor en materia económica y financiera; además de participar en el FMI y en otros organismos de cooperación financiera internacional.

Las funciones que desempeñó la Comisión Nacional de Valores eran la supervisión del cumplimiento de la Ley de Mercado de Valores, la inspección del funcionamiento de casas de bolsa, bolsas de valores, operadoras de sociedades de inversión y emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) y su certificación. De igual forma, dictaba medidas de carácter general para las casas de bolsa para que ajustaran sus operaciones a la ley.

El órgano de vigilancia de las Sociedades Nacionales de Crédito estaba formado por dos comisarios:³⁹ el de serie "A",⁴⁰ nombrado por la Secretaría de la Contraloría General de la Federación, y el de serie "B"⁴¹ [Villegas y Ortega, 2002: 28].

³⁸ Cámara de Compensación: Institución creada para la compensación de los créditos recíprocos entre los miembros de la Cámara, evita el traslado material de los títulos y del efectivo.

³⁹ Comisario: tiene poder para la contratación, es un apoderado, contrata por cuenta de terceros.

⁴⁰ Serie "A": Funcionarios del sector público de reconocida calidad moral, experiencia y prestigio en materia financiera.

⁴¹ Serie "B": eran fijados por la SHCP, no podían estar ligados a la institución.

El año de 1984, se convirtió en un año de reestructuración y de grandes cambios, cuando la crisis de México llegaba a su fin. No obstante, el gobierno mexicano se vio obligado a dar marcha atrás a las modificaciones estructurales, se privatizó la economía, se liberó en gran forma el control de cambios, se dieron las pautas para una banca dual, se modificaron los objetivos del servicio de banca y crédito y se conformó la deuda sobre el control a la inflación.

El 9 de marzo de 1984, la SHCP, informó que las empresas en manos de la banca en el momento de su nacionalización, serían vendidas a los antiguos accionistas de los bancos; de igual forma, se exceptuaba de esta venta a las empresas directamente relacionadas con el servicio público de banca y crédito indispensables para éste organismo [Dieck, 2004: 10].

Como podemos observar, el periodo que abarca desde finales del modelo de SI hasta 1987, se caracteriza por una gran cantidad de modificaciones y adiciones a la legislación; el caso más drástico de modernización del sistema financiero mexicano, implicó un cambio total respecto a la política diseñada por los gobiernos anteriores a la de Miguel de la Madrid, fue el realizado, como veremos en el *Capítulo 2*, por Carlos Salinas de Gortari y la reprivatización de la banca mexicana en 1990.

1.4 Antecedentes del Sistema Bursátil Mexicano

Los antecedentes de la bolsa de valores en México iniciaron en 1850, con la negociación de primeros títulos accionarios sobre las empresas mineras en México; posteriormente, en 1867 se promulgó la *ley Reglamentaria del Corretaje de Valores* [Rueda, 2002: 32]. Entre 1880 y 1900, las calles de Plateros y Cadena, en el centro de la Ciudad de México, fueron el escenario de las reuniones en las que corredores y empresarios realizaban operaciones de compra-venta de todo tipo de bienes y valores en la vía pública [www.bmv.com (17/03/04)]. A partir de entonces, se fueron conformando grupos cerrados de accionistas y emisores, que se reunían para negociar a puerta cerrada, en diferentes puntos de la ciudad. Tal fue el caso de la Bolsa Mercantil de México, constituida en 1886.

Nueve años después, en 1895, es inaugurada, en la calle de Plateros (hoy Madero) el Centro de Operaciones Bursátiles Bolsa de México, S A.

Para 1908, luego de un periodo de inactividad bursátil, ocasionado por la crisis económica de México (1907) y de los precios internacionales de los metales, se inauguró la Bolsa de Valores de México, S C L; la cual estaba ubicada en el Callejón de 5 de Mayo.

Tras la Revolución Mexicana, en 1920 la Bolsa de Valores de México, S C L, adquiere un predio en el número 68 de la calle de Uruguay [Rueda, 2002: 33], que operó como sede bursátil hasta 1957.

El año de 1933, resultó crucial para la vida bursátil del México moderno; durante este año se promulgó la *ley Reglamentaria de Bolsas* y se constituye la Bolsa de Valores de México bajo la razón social de *Sociedad Anónima* (SA).

El 11 de febrero de 1946 se emitió el decreto que creó la Comisión Nacional de Valores y el 2 de julio se estableció el Reglamento de la misma. El 15 de enero de 1947 se publicó el "Reglamento Especial para el Ofrecimiento al Público de Valores no Registrados en Bolsa", y el 30 de diciembre de 1953 se publicó la *ley de la Comisión Nacional de Valores*. Todos estos decretos y leyes fueron creados para regular la actividad bursátil, la cual carecía de un régimen legal específico y era ejercida, en cierta forma, por Nacional Financiera.

Asimismo, se creó la Bolsa de Valores de Monterrey, S A, que inició operaciones el 25 de abril de 1960 y la Bolsa de Valores del Occidente, SA. de CV., constituida el 14 de agosto de 1957, iniciando operaciones el 12 de septiembre de 1966 con el nombre de Bolsa de Valores de Guadalajara, S A de C V [Villegas y Ortega, 2002: 13].

En el año de 1975, entró en vigor la Ley del Mercado de Valores, la cual quedaría definida como: *Aquella disposición que regularía la oferta pública de valores; su intermediación; las actividades de las personas y entidades operativas que intervendrían en el mercado; la estructura y operación del Registro Nacional de Valores (RNV); y los alcances de las autoridades responsables de la promoción del desarrollo equilibrado del mercado y la sana competencia* [www.bmv.com (17/03/2004)]. En el mismo año, la Bolsa cambió su nombre al de Bolsa Mexicana de Valores, incorporando en su seno a las bolsas de Guadalajara y Monterrey.

El 19 de abril de 1990, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) traspasó sus instalaciones al número 255 de la calle de Paseo de la Reforma [Rueda, 2002: 34], siendo desde entonces su domicilio actual.

1.4.1 Comportamiento del Mercado Bursátil

Bajo el esquema recesivo de la economía mexicana durante la década de los setenta, el mercado de valores mostraba, por el contrario, un comportamiento claro de crecimiento, el cual estaba básicamente fomentado por las reformas en su legislación, mediante las que se buscaba promover la intermediación bursátil. No obstante, los graves problemas de ahorro negativo, con financiamiento necesario sólo para la inflación y el déficit presupuestal creciente, aunado a una dolarización por el libre flujo de capital, orilló a las autoridades financieras a instrumentar la *flotación sucia* del peso mexicano el 31 de agosto de 1976 [Villegas y Ortega, 2002: 17].

El crecimiento del PIB de 9.2% durante 1979, favoreció los flujos de la inversión en un 17.5% anual beneficiando el comportamiento del mercado al alza de enero a abril del mismo año. Sin embargo, en éste último mes, el mercado sufrió una caída brusca y fue necesario realizar una oferta pública de acciones por un monto global de 10,354 millones de pesos y dos colocaciones más de Petrobonos por 2 mil y 5 mil millones de pesos respectivamente [Villegas y Ortega, 2002: 19].

En 1980, se modificó el Promedio General de Precios y Cotizaciones por el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC), utilizando como base el año 1978, situación que volvió inútiles los datos históricos. Nuevamente se registraron ocho colocaciones públicas de acciones por un total de 1,642.6 millones de pesos. Por otra parte, el 15 de octubre del mismo año, se anexó a los títulos operantes en el mercado al *Papel Comercial* (PACO)⁴² con 16 emisiones por 1,170 millones de pesos; iniciaron operaciones las *Aceptaciones Bancarias*⁴³ y se apoyó al mercado de valores mediante *Certificados de Promoción Fiscal* (Ceprofis). También se autorizó la compra-venta de metales amonedados, principalmente oro y plata; dentro de las medidas de apoyo al mercado de valores decretadas por el Secretario de Hacienda, el 19 de diciembre se publicaron las modificaciones a la *ley del Impuesto sobre la Renta* (ISR), con el fin de actualizar el valor histórico de las inversiones [Villegas y Ortega, 2002: 20].

El año de 1981 significó para México un año crítico, aunque los datos del PIB del país mostraron un crecimiento de 7.9% y la inversión a 15% a la par del empleo, las tasas de interés internacionales modificaron su tendencia alcista. Fue entonces cuando las salidas

⁴² Activos financieros emitidos por empresas privadas a corto plazo y colocados a descuento en el mercado para hacer frente a su déficit estacional de tesorería o inversiones a muy corto plazo (entre 2 y 720 días).

⁴³ Aquella que ha sido firmada por un banco. No se relaciona con ninguna clase de bienes, es una letra de cambio financiera respaldada por los activos de un banco.

de capitales, la inflación y la baja en los precios internacionales del petróleo, aunado al déficit en la balanza de pagos propiciaron la crisis de liquidez en México. Ante esta situación, el mercado de valores mexicano mantuvo su tendencia a la baja, realizando dos emisiones de obligaciones por 800 millones de pesos [Villegas y Ortega, 2002: 20] y se creó un fideicomiso de promoción bursátil que inyectara fondos de pensiones al mercado de valores.

El principio de 1982 fue de franca crisis y desequilibrio en el crecimiento, expectativas de inflación del 70% en un mercado libre de cambios. Bajo estas circunstancias llegó la primera devaluación fuerte del peso, mediante la cual se pretendió controlar la fuga masiva de capitales y, a su vez, el abaratamiento de los productos extranjeros. No obstante, fue imposible controlar dicha situación y el país entró en una profunda crisis de liquidez. El mercado bursátil continuaba a la baja, a excepción del mercado de dinero, los Petrobonos y los metales. Para el 31 de agosto el IPC de la bolsa cerró en 546.95 puntos porcentuales [Villegas y Ortega, 2002: 21].

Para 1982, México ofreció bonos del tesoro en dólares a tasas por encima de las pagadas por los bonos del tesoro de Estados Unidos (*T-Bills*) y con un vencimiento a corto plazo, además de ofrecer acciones de sus principales empresas; todo esto con el objeto de hacer atractiva la inversión en nuestro país.

El 1º de septiembre de 1982, el presidente López Portillo presentó su último informe de gobierno, en el que decretó la estatización de la banca privada y, como una medida precautoria ante la crisis, establecía el control total de cambios, con dos paridades: la preferencial (50 pesos por dólar) y la ordinaria (70 pesos por dólar) [Dieck, 2004: 9].

Después de la estatización de la banca y el establecimiento del control de cambios, el comportamiento de la BMV mejoró y las tasas de interés disminuyeron entre septiembre y noviembre, a pesar de ello, la inflación continuó su tendencia a la alza (98.8%) y la economía mexicana frenó su crecimiento.

Para 1983 el mercado bursátil experimentó un crecimiento de 1,775 puntos porcentuales, equivalente al 262%, el IPC se ubicó en 2,451 puntos y el volumen operado de acciones fue de 134,590 millones de pesos. No obstante, el mercado de dinero tuvo un crecimiento desigual, donde los CETES crecieron 95% en comparación con el Papel Comercial (6.6%) que creció menos que la inflación; al cierre del año, el IPC se ubicó en las 2,451 unidades [Villegas y Ortega, 2002: 30].

En junio comenzaron a realizarse operaciones de futuros y en octubre de bonos de indemnización bancaria.

Para 1984, el mercado bursátil continuaba al alza hasta la primera semana de marzo, cuando el IPC se ubicó en los 4,079.14 unidades, para después bajar a 2,808 puntos en la segunda semana de abril; posteriormente, recuperó su tendencia a la alza hasta el 18 de diciembre con 4,016 puntos [ver cuadro 5].

El año de 1985, tuvo gran importancia en el entorno bursátil mexicano, ya que este año se suscitaron varios hechos que lo afectaron fuertemente; en primer lugar, el terremoto del mes de septiembre; como consecuencia de ello, se presentó la devaluación del peso de 86.9%; y segundo, el 7 de noviembre la moneda mexicana dejó de cotizar en la bolsa de New York.

CUADRO 5

VOLUMEN DE OPERACIONES DEL MERCADO DE VALORES, 1983-1984

(Miles de Millones de pesos)

Concepto	1983	1984
<i>Volumen de Acciones negociadas</i>	1,200,358	2,289,315
<i>Importe de Acciones negociadas</i>	134,590	329,390
<i>Importe de Obligaciones negociadas</i>	46,847	114,472
<i>Importe de Petrobonos negociados</i>	143,530	269,108
<i>Importe de CETES negociados</i>	5,254,624	12,334,819
<i>Importe de Papel Comercial negociado</i>	507,622	270,366

Fuente: Villegas y Ortega, 2002: 36.

El IPC de la BMV se elevó de 4,038.43 unidades al cierre de 1984 a 11,197.17 en diciembre de 1985, con una ganancia de 177% (69.3% en términos reales). El importe total de las operaciones creció a 1 billón 130 mil millones de pesos, respecto al registrado en 1984 [Villegas y Ortega, 2002: 36].

Para 1986, con la baja en el precio del petróleo México entró en recesión; por el contrario, el IPC de la Bolsa creció un 320% alcanzando así los 47,101.03 puntos porcentuales (104.4% real); el importe del total operado era de 3 billones 700 mil millones de pesos, un incremento de 222% (102.7% en términos reales) respecto a 1985 [Villegas y Ortega, 2002: 37]. Esto fue resultado de la fuerte devaluación de la moneda nacional frente al dólar norteamericano y, por ende, derivado de la inflación. El 14 de abril de 1986, se realizó la colocación de Petrobonos por 200 mil millones de pesos, los cuales se garantizarían con un precio de 15.5 dólares por barril de crudo; además de que este año

se colocaron por vez primera los *Pagarés de la Tesorería de la Federación* (Pagafes)⁴⁴ [Villegas y Ortega, 2002: 37-38].

Un año más tarde, en 1987 se registraron fuertes caídas en las bolsas mundiales, y México no fue la excepción, de tal forma que para ese entonces, el entorno internacional se encontraba en recesión. En México, la inflación se ubicó en un 104.3% anual y para octubre del mismo año estaba ya en 141%. Fue entonces cuando el peso se devaluó 78.9% de diciembre de 1986 a octubre de 1987, de tal manera que el tipo de cambio pasó de 1,650 pesos por dólar a 2,300 pesos en noviembre de 1987 [Villegas y Ortega, 2002: 38]. En este esquema, era necesaria la puesta en marcha de un plan que redujera la inflación drásticamente, fue entonces cuando se puso en marcha el Plan de Solidaridad Económica.

Ante este escenario, el entorno bursátil mexicano mostraba un mercado accionario en una fase de distribución⁴⁵ (dinero tonto), con el IPC a la alza de las 47,224.60 unidades a principios de enero a 373,216.24 puntos en octubre.

La estrepitosa caída de la BMV, se realizó en el mes de diciembre, cuando el IPC llegó a las 9,984.66 unidades y el importe operado fue de 23 billones 24 mil millones de pesos. Ante esta situación, se realizaron dos ofertas públicas más de Petrobonos: una por 50 mil millones de pesos, y otra por 100 mil millones de pesos [Villegas y Ortega, 2002: 39].

⁴⁴ Instrumentos denominados en dólares controlados.

⁴⁵ Cuando el precio de las acciones es alto e ingresan muchos compradores, los cuales invierten sin conocimiento.

Capítulo II

Comportamiento Disparejo del Entorno Mundial: 1988-1994

2.1 *Entorno Internacional*

Durante los últimos años de la década de los ochenta, el FMI interpretó un papel sorprendentemente pequeño frente a las fluctuaciones suscitadas sobre los tipos de cambio internacionales. No obstante, el dólar americano se recuperó a mediados de 1988, con un nuevo empuje en 1989. En el segundo trimestre de este año, el dólar sufrió nuevamente una caída, la cual no alarmó a las autoridades mundiales, ya que una moneda subvaluada como el dólar significaba bajos costos. Esta situación era inversa en otros países, en los cuales la subvaluación del dólar significaba la sobrevaluación de la moneda local.

Para 1990 fue votada una iniciativa del comité interino del FMI la cual trataba el incremento del financiamiento de la organización, aumentando las cuotas en un 50%, a un total aproximado de 180 mil millones de dólares. Esta modificación estuvo sujeta a ratificación por parte de los países miembros del FMI, ya que representaba un mayor compromiso financiero para los mismos.

Hacia 1992, el bajo nivel del dólar se había convertido en un problema para países como Japón, donde los beneficios de los productores de bienes comerciables⁴⁶ se habían visto reducidos significativamente.

Sin embargo, Europa fue la única zona en la que se podía observar un firme compromiso para apoyar el mantenimiento de los tipos de cambio fijos. Estos países trataron de crear un marco institucional dentro del cual pudieran estabilizar sus monedas entre sí, aunque esto significara arriesgarse frente al aumento en las fluctuaciones cambiarias y los precios del petróleo más graves después de la segunda guerra mundial. Debido a estos factores, puede explicarse que este periodo se haya caracterizado por el despegue de la *Comunidad Europea* (CE) y su independencia económica frente a Estados Unidos.

⁴⁶ Aquellos productos, ya sea bienes o servicios, que sean susceptibles de comerciarse en el exterior (exportaciones).

Entre 1988 y 1989, se presenta el *Comité Delors*, formado por los gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la CE, un representante y tres expertos independientes, quienes se reunieron para realizar un informe que tuviera como objetivo una transición gradual (a 10 años), que abogaba por una concesión conforme con la limitación de los déficit presupuestarios que buscaba impedir el acceso directo de los gobiernos al crédito inmediato de los bancos centrales y a las tasas de interés preferenciales.

En junio de 1989, el *Informe Delors* fue aceptado por el Consejo Comunitario de Ministros de Bruselas, llevándose a cabo su primera junta intergubernamental en 1990. Siguiendo entonces las propuestas de este informe, y por tanto el *Tratado de Maastricht* (1991), el cual describía una transición que debía llevarse a cabo en varias fases: la primera (1991) se caracterizó por la eliminación de los controles de capitales, el fortalecimiento de sus bancos centrales mediante la centralización de la actividad monetaria en una nueva institución: el Banco Central Europeo (BCE), y la adecuación legislativa pertinente. La segunda (1994) consistió en un reforzamiento de la convergencia de las políticas nacionales [Díaz, 2002: 192], junto con la creación de una entidad temporal llamada Instituto Monetario Europeo (IME), el cual coordinaría la política macroeconómica y la planificación de la unión monetaria.

Los criterios de convergencia estipulados en el *Tratado de Maastricht* se basaron en las condiciones sobre las cuales se llevaría a cabo la integración de la CE y Alemania:

1. Déficit público menor o igual a 3% del PIB;
2. Un nivel de deuda menor o igual a 60% del producto o un movimiento significativo hacia dicho porcentaje;
3. Tasa de inflación menor o igual al promedio de las tres menores tasas de inflación de la Comunidad Europea, más 2%;
4. Tasa de interés menor o igual al promedio de las tasas de los tres países con menor inflación de la CE, más 2%, y
5. Estabilidad monetaria.⁴⁷

La tercera fase iniciaría el 1^o de enero de 1999, etapa en la que los tipos de cambio serían irrevocablemente fijos. A su vez, el IME sería sustituido por el BCE, el cual ejecutaría la

⁴⁷ Aquel país que deseara integrarse a la CE debía haber formado parte del Sistema Monetario Europeo (SME) por lo menos durante dos años.

política monetaria común y regularía la utilización del *euro*⁴⁸ como moneda única en sustitución del *ecu*⁴⁹ [Ver Capítulo III: 117].

El Sistema Monetario Europeo (SME) inició operaciones en 1992, favorecido por un clima de optimismo, gracias a los 5 años transcurridos desde el último realineamiento de las monedas del Mecanismo de Tipos de Cambio Fijos (MTC).

No obstante, la caída del mercado soviético y el fin de la guerra fría exigieron una inyección no prevista a la economía europea; esta situación sumada a la unificación económica y monetaria de Alemania en 1990, provocó un déficit presupuestario, importaciones de capital y un repentino aumento del gasto público, que presionó a la alza las tasas de interés en todo el continente. Para ese entonces, la caída del dólar americano frente al marco alemán y otras monedas del MTC empeoró la competitividad de Europa; fue entonces cuando el continente entró en una de las peores recesiones de la posguerra entre 1992 y 1993.

2.1.1 *Ciclo Económico Mundial*

Las características básicas para definir un ciclo se basan en tres puntos principales: su duración (largo o corto), su tipo (económico, bursátil o de liquidez), y finalmente por su alcance (global o nacional).

Para atender a las necesidades del objeto de estudio de este capítulo, nos referiremos al ciclo económico mundial⁵⁰ como aquél caracterizado por ser de largo plazo, y que se compone de importantes acontecimientos a nivel mundial (Ciclo Kondratieff).⁵¹

La determinación de este ciclo económico mundial de largo plazo⁵² concuerda con las características señaladas en la definición elaborada por Kondratieff: años prósperos en la etapa de alza,⁵³ y recesivos en la etapa de baja;⁵⁴ las inversiones se desarrollan durante

⁴⁸ Concluido el proceso de introducción, a partir de 2002, el "euro" comenzaría a circular físicamente.

⁴⁹ European Currency Unit: Unidad de Cuenta Europea.

⁵⁰ Se define como al aumento o disminución porcentual de la actividad económica, representada por el Producto Interno Bruto o Producto Nacional Bruto, según el caso, de un país o de un grupo de países ya sean desarrollados o emergentes.

⁵¹ Para saber más del ciclo largo de Kondratieff, véase Heyman, 1998: 76 y ss.

⁵² También llamados "ciclos largos" o "ciclos mayores". Su duración debe ser mayor a 10 años, de lo contrario la información resultante podría resultar sesgada.

⁵³ Situación en la que disminuyen de los precios del mercado.

la etapa de baja y son aplicadas durante la alza; el mercado mundial se amplía por la incorporación de nuevos mercados al principio de la época de alza, y finalmente, las guerras y revoluciones que se suscitan durante este ciclo ocurren al final de la etapa de alza [Heyman, 1998: 76].

El ciclo económico clásico comenzó a utilizarse a partir de 1923 en Estados Unidos, al descubrirse que la actividad económica tiende a bajar y subir según un patrón cíclico (4 a 6 años), además del movimiento de otros indicadores como la producción, la inversión, el consumo y la inflación; los cuales algunos presentan una correlación positiva y otros negativa.

La duración de un ciclo económico corresponde aproximadamente a la formación de los grandes proyectos de desarrollo económico. Al principio del ciclo se presenta un fenómeno de sobreproducción con bajas tasas de interés, grandes niveles de inversión, aumenta el empleo y la producción. Posteriormente, al saturarse la capacidad ociosa de producción la demanda supera a la oferta de bienes y servicios, provocando el aumento de la tasa de inflación (espiral inflacionaria) y el poder adquisitivo (consumo) de la población se reduce. Al mismo tiempo, la tasa de interés también aumenta, creando una merma en los niveles de inversión y por ende en el empleo. Estas consecuencias reflejan el agotamiento del *boom* hasta un nivel donde las tasas de interés ceden y el ciclo inicia nuevamente [Heyman, 1998: 78].

De esta forma, una vez descrito el proceso de un ciclo económico, podremos comprender la cronología de los ciclos económicos siguientes a los que se muestran en el *cuadro 6*.

CUADRO 6

MEDICIONES DE LOS CICLOS LAGROS

<i>Economía Mundial</i>			
<i>Autor</i>	<i>Ciclo</i>	<i>Ascenso</i>	<i>Descenso</i>
Nikolai D Kondrátiév	2º gran ciclo	Ascenso 1844 / 1851-1870 / 1876	Descenso 1970 / 1975-1989 / 1975
	3º gran ciclo	Ascenso 1890 / 1896-1914 / 1920	Descenso 1914 / 1920
Ernest Mandel	1º onda larga	Ascenso 1891 / 1894-1913	Descenso 1914-1937 / 1938
	2º onda larga	Ascenso 1938 / 1939-1967	Descenso 1967-1985 +

Fuente: Heyman, 1998: 76.

⁵¹ Situación en la que se espera que aprecien los precios del mercado.

De esta forma, una vez descrito el proceso de un ciclo económico, podremos comprender la cronología de los ciclos económicos siguientes a los que se muestran en el *cuadro 6*.

Después del *crac* de 1987 y la recesión subsiguiente (1988), se instrumentaron medidas que restringieron los créditos, ocasionando alzas en las tasas de interés preferencial⁵⁵ de los bancos comerciales. A pesar de lo anterior, no fue posible presentar un plan que solucionara el problema de la deuda del tercer mundo; por lo que en 1989 y con la nueva administración Bush, Estados Unidos, a través del secretario del Tesoro, Nicholas Brady, presentaron a la comunidad financiera internacional un plan que reduciría la deuda de los países en vías de desarrollo, mediante el impulso del crecimiento fuera de esta potencia. La estructura del Plan Brady, pretendía reducir el servicio de las deudas, el pago de intereses y amortizaciones del Tercer Mundo para que éstos pudieran reanudar su crecimiento y contribuir a la expansión de las economías desarrolladas. Estos objetivos se concretarían mediante dos vías: i) la reducción en el monto total de la deuda por medio de la compra a *descuento* de una parte de ella en el mercado secundario, y ii) reestructurar el resto de la deuda a menores tasas de interés y mayores plazos mediante la sustitución de los antiguos préstamos por valores nuevos y negociables (Bonos Brady)⁵⁶ [Heyman, 1998: 130].

El Plan Brady mostró ser una respuesta satisfactoria a las demandas de la mayoría de los países en desarrollo; de hecho, muchas de las economías Latinoamericanas se sujetaron a este plan con el fin de ser partícipes de sus beneficios. La correcta aplicación de las estrategias previas a los años noventa, permitió que se concretara una política económica y fiscal adecuada al crecimiento de la economía mundial, aunque los resultados han beneficiado en mayor medida a los países desarrollados.

2.1.2 Ciclo Bursátil

La secuencia de los ciclos bursátiles, ha sido observada a partir de 1971; aunque en el año de 1923, el profesor J. Kitchin, en su documento "*Cycles and Trends in Economic Factors*", demostró que para la economía británica y la norteamericana, existía un patrón cíclico respecto a la evolución de precios al mayoreo, de las tasas de interés, de los

⁵⁵ Tasa de interés a la que prestan los bancos a sus clientes más importantes.

⁵⁶ Obligación emitida por los gobiernos soberanos de mercados emergentes en sustitución de la deuda bancaria como consecuencia de una renegociación entre deudor y acreedor.

niveles de beneficios y en otras magnitudes económicas que tratan sobre el mundo financiero y bursátil considerado agregadamente.

A partir de los años ochenta, más formalmente, el ciclo bursátil mostró que las cotizaciones de la bolsa, consideradas en general, se mueven conforme a tendencias. Basándonos en la premisa anterior, el ciclo bursátil, al igual que el económico, se puede clasificar en 3 fases principales: i) primarias,⁵⁷ éstas tiene una duración, como mínimo, de un año y da lugar a una variación de las cotizaciones de, como mínimo, un 50%. ii) secundarias, cada tendencia primaria alcista está compuesta de tres o más tramos alcistas, interrumpidos por dos o más tramos bajistas (secundarias). Cada uno de estos tramos secundarios tiene una duración entre uno y doce meses. Obviamente cada piso de una corrección secundaria queda por encima del piso de la corrección anterior. iii) menores, cada tendencia secundaria esta, a su vez, compuesta de movimientos o tramos menores los cuales tienen una duración máxima de un mes [Kitchin, 1923]

Como podemos observar, la diferencia entre el ciclo económico y el bursátil, se centra principalmente en el tiempo de duración de cada uno de ellos.

Bajo la clasificación anteriormente descrita, podemos proceder con el análisis del ciclo bursátil para este periodo de estudio.

El desempeño bursátil durante el periodo de 1989 a 1993 fue similar en todos los países, a excepción de Japón, el cual se ubicó en una fase descendente del ciclo bursátil desde 1989; no obstante lo anterior, la volatilidad en cada país se presentó con amplias diferencias.

La rentabilidad bursátil de las bolsas mundiales ha tendido a igualarse en el largo plazo, pero en cuanto al corto plazo, los resultados de cada bolsa son distintos, ya que están en función de su volatilidad.⁵⁸

Ante la consolidación de la liberalización financiera en los años ochenta, se fomentaron las inversiones extranjeras, se instauraron nuevas estructuras de regulación en los mercados financieros, se eliminaron parcialmente requerimientos de capital, monitoreo y supervisión; por lo que el mercado proveería de liquidez al sistema monetario a la alza, y la retiraría cuando éste se encontrara a la baja; al mismo tiempo, las reservas de capital sólo podrían ser utilizadas en caso de presentarse una escasez de liquidez.

No obstante, ante la debilidad de estas razones de capital frente a la volatilidad de los mercados financieros, se presentó la necesidad de desarrollar técnicas de control de

⁵⁷ Existen dos "tendencias primarias" principales: las primarias alcistas o *bull market* y las primarias bajistas o *bear market*.

⁵⁸ Volatilidad o Riesgo: es la variabilidad en la rentabilidad esperada de una acción o índice bursátil.

riesgo, especialmente ante el *riesgo sistémico*.⁵⁹ Sin embargo, la rápida expansión de los mercados y las presiones competitivas inherentes a ello, fueron el defecto de este sistema acarreado consecuencias: la vulnerabilidad de los mercados y los efectos de contagio.

La estrategia instaurada en los anteriores modelos para contrarrestar el efecto de contagio era una conciencia compartida, la cual establecía barreras entre los bancos comerciales y los mercados de servicios financieros. Claro ejemplo de estas consecuencias fue el colapso del mercado norteamericano en 1987, ocasionado por el aislamiento de la reserva de fondos de los mercados subdesarrollados durante años anteriores; estas economías inyectaron al mercado activos que reprimieron los precios de aquellos que ya circulaban en las bolsas. De tal forma que este choque, en el mercado norteamericano, se extendió rápidamente a todos los mercados internacionales, ocasionando un efecto de contagio sistémico, el cual estuvo vinculado a las condiciones macroeconómicas internas y las posteriores devaluaciones del dólar. Debido a esto, se establecieron políticas contracíclicas y estabilizadores automáticos (seguros de desempleo); este mecanismo fomentó la movilización de las corporaciones hacia posiciones financieras más frágiles sin necesidad de adquirir mayores niveles de riesgo, por lo que el mercado se hizo más atractivo para las actividades de fusión y adquisición durante los ochenta.

Por el contrario, en los países en vías de desarrollo, los niveles de flujo de capital que presentaban en esta década, era prácticamente de cero, mientras que Estados Unidos absorbía cerca de 10 mil millones de dólares anuales.

A principios de los noventa, los flujos de capital comenzaron a desviarse hacia los mercados emergentes: al Sur de Asia (desde 1985) y a Latinoamérica (1990), dando soporte a los altos niveles de crecimiento de la región. La razón de esto se sustenta en la premisa de la liberación financiera de los mercados subdesarrollados, los cuales presentaban una nueva opción para invertir a un menor costo y con mejores rendimientos a corto plazo; todos estos flujos permitieron que los programas antiinflacionarios, en los países emergentes, pudieran ser financiados. Sin embargo, lo anterior no mermó el nivel

⁵⁹ Se trata de uno de los riesgos que afectan al rendimiento de un valor mobiliario. El *riesgo sistémico* o de mercado no depende de las características individuales del título, sino de otros factores externos como la coyuntura económica general o acontecimientos políticos, que, a su vez, inciden sobre el comportamiento de los precios en el mercado de valores. Por tanto es inherente al propio mercado en que se opera y a las actividades que en él se desarrollan; por tanto, no puede disminuirse a través de la diversificación, debido a la correlación existente entre el rendimiento del resto de los títulos a través de él índice bursátil que resume la evolución del mercado de valores. Puede contrarrestarse mediante la contratación de futuros sobre índices.

de captación de recursos de Estados Unidos, cifra que continuó siendo dos terceras partes del ahorro superavitario del resto del mundo.

2.1.2.1 Mercados Desarrollados

La desaceleración que sufrió la economía mundial en el periodo de posguerra (desde 1973), hasta principios de 1990, es atribuible a una disminución en el ritmo del crecimiento del comercio mundial como efecto del modelo capitalista; dicha desaceleración fue compensada por un gran dinamismo y expansión en la última década del siglo.

Respecto a la aceleración del crecimiento del producto, esta corresponde a patrones diferentes de integración económica visible en la segunda fase de la globalización⁶⁰ según la clasificación de este documento. Esta correlación se reforzó en la tercera fase de este proceso, motivo por el cual la liberalización y la expansión del comercio mundial no se mostraron en un crecimiento global con mejores resultados, más bien el crecimiento de ambos bloques de países (desarrollados y emergentes) comenzó a ligarse con su historia y las oportunidades que habían tenido frente al mercado internacional.

El periodo de 1989 a 1994 estuvo caracterizado por el fin del auge de la posguerra, expresado tanto en el comportamiento tendencial de largo plazo, como en el comportamiento cíclico de la actividad económica global.

En los mercados desarrollados, la presencia de hechos como: la caída del muro de Berlín el 9 de noviembre de 1989, la unificación de las dos Alemanias (Occidental y Oriental) el 3 de octubre de 1990 y el cambio de régimen de Rusia en diciembre de 1991, significó la derrota del socialismo europeo (fin de la *guerra fría*) y un paso adelante para la globalización de dichos mercados.

⁶⁰ La primera fase de la globalización abarca desde 1870 a 1913, la cual se caracterizó por tener una gran movilidad de capitales, con un auge comercial basado en una reducción de los costos de transporte gracias al ferrocarril y las máquinas de vapor. Esta fase se vio interrumpida por la primera guerra mundial en 1914, lo que acarrió un desfase de las tendencias que se venían dando. Posteriormente, hubo una retracción de la globalización hasta los años treinta debido a la "Gran Crisis del 29". La segunda fase de la globalización se define como el punto de quiebre del proceso de globalización identificado desde 1945 a 1973, periodo en el que el esfuerzo por desarrollar instituciones internacionales de cooperación financiera y comercial se presentó ampliamente. En último cuarto del siglo XX se consolidó la tercera fase de la globalización cuyas principales características son la *globalización de los mercados y el comercio*, la creciente presencia de las empresas transnacionales como medios de producción integrados y la mayor movilización de capitales.

Tras la caída del muro de Berlín⁶¹ comenzó una de las más importantes transiciones económicas de todos los tiempos, siendo el segundo experimento económico y social más audaz del siglo.⁶² La segunda transición en Rusia, en el este y el sureste de Europa se encontraba lejos de haber concluido; sin embargo, para la antigua Unión Soviética, la vida económica bajo el capitalismo resultó peor que lo advertido por los viejos líderes comunistas. Su repentina disolución y la precipitada renuncia de su presidente Boris Yeltsin, se verían manifestados –como lo veremos más adelante– en la crisis de la *Moratoria Rusa* de 1998 [Stiglitz, 2002: 173].

Cuando la transición inició a principios de los noventa, se presentaron grandes desafíos y oportunidades; ya que rara vez un país se había planteado deliberadamente salir de una situación en la cual el Estado controlaba prácticamente todos los aspectos de la economía, para ir a una situación en donde las decisiones son tomadas en los mercados. La República Popular China había empezado su transición a finales de los años setenta, y aún estaba lejos de una plena economía de mercado.

Una de las transiciones de más éxito fue la de Taiwán, que había sido colonia japonesa desde finales del siglo XIX.⁶³

Los desafíos de las economías de la Unión Soviética y las naciones del antiguo bloque comunista en transición eran enormes, ya que debían moverse de un sistema de precios estatal a un sistema de precios de mercado; es decir, debían crear los mercados y la infraestructura institucional de soporte, además del amplio proceso de privatización de toda la propiedad que antes había pertenecido al Estado y la creación de leyes y empresas nuevas para reasignar los recursos que antes habían sido utilizados tan ineficazmente.

La conclusión era que el reemplazo de la planificación centralizada por un mercado descentralizado, y de la propiedad pública por la privada, junto a la eliminación o la reducción de las distorsiones gracias a la liberalización del comercio, ocasionarían un salto hacia adelante en la economía. Sin embargo, el nivel de vida en Rusia y muchos de los demás países en transición del este de Europa cayó.

⁶¹ Después de 45 años de gobierno socialista en su lado oriental.

⁶² El primero fue la transición deliberada al comunismo, siete décadas antes. Con el paso de los años, los fallos de este primer experimento se volvieron nítidos. Como consecuencia de la Revolución de 1917 y de la hegemonía soviética sobre una gran parte de Europa después de la segunda guerra mundial.

⁶³ Tras la Revolución china de 1949 se convirtió en el refugio de los viejos dirigentes nacionalistas que desde su base en Taiwán reivindicaron la soberanía sobre el resto del país y conservaron su nombre de *República de China*.

Los primeros errores fueron cometidos casi al mismo tiempo que el inicio de la transición; ya que con entusiasmo para avanzar hacia una economía de mercado, la mayoría de los precios fueron liberados rápidamente en 1992, lo que desató una inflación que liquidó los ahorros y situó la cuestión de la estabilidad macroeconómica. Todos admitían que con una hiperinflación⁶⁴ sería difícil emprender una transición con éxito. Así, la primera liberalización instantánea de los precios demandó una segunda ronda: la reducción de la inflación. Esto implicaba una mayor rigidez de la política monetaria; es decir, una elevación de las tasas de interés [Stiglitz, 2002: 175].

La liberalización y la estabilización fueron dos de los pilares de la estrategia de reformas del FMI; mientras que el tercero fue una rápida privatización. No obstante, las dos primeras premisas formularon obstáculos enormes para la realización de esta última, ya que la alta inflación inicial que liquidó los ahorros de la mayoría de los rusos hizo que no hubiera suficiente gente en el país con dinero para adquirir las empresas privatizadas debido a los elevados tipos de interés y la falta de instituciones financieras que proporcionaran el capital.

La estrategia del FMI no funcionó y el PIB en Rusia, a partir de 1989 cayó, llegando a una pérdida mayor a la sufrida por este país durante la segunda guerra mundial.⁶⁵ Lo que había sido proyectado como una breve recesión de transición se transformó en una recesión de una década o más.

El programa de *estabilización-liberalización-privatización* no era, por lo tanto, un programa de crecimiento; más bien pretendía establecer las *precondiciones* del crecimiento. En vez de ello, sentó las bases de la decadencia. No sólo se frenó la inversión sino que se agotó el capital: los ahorros se evaporaron debido a la inflación, y se malversó la mayor parte de los fondos procedentes de la privatización y los préstamos exteriores. La privatización, junto con la apertura de los mercados de capitales, no dio pie a la creación de riqueza sino a la liquidación de activos [Stiglitz, 2002: 183].

Con respecto a lo anterior, podemos decir que el hecho de mantener el dinero en Rusia significaba invertirlo en un país en plena recesión y arriesgarse no sólo a rendimientos minúsculos sino a que los activos fuesen expropiados por el siguiente gobierno y su consecuente proceso privatizador.

⁶⁴ Inflación con tasas de dos dígitos por mes.

⁶⁵ En el periodo 1940-1946 la producción industrial de la Unión Soviética cayó un 24%. En el periodo 1990 a 1999, la producción industrial rusa cayó casi un 60%, aún más que el PIB (54%).

Estas condiciones hicieron más difícil que, los países ex-comunistas, se integraran a las estrategias agresivas de mercado exportador (principal característica de un mercado desarrollado) a las que ahora se verían sometidos para alcanzar al resto de Europa; sobre todo, si tomamos en cuenta que entre ellas rivalizan ya que sus especializaciones productivas presentan numerosos puntos de convergencia, como consecuencia de la aplicación de patrones de industrialización similares.

Si bien es cierto que la fase más recesiva de la crisis de las economías occidentales desarrolladas ya ha sido superada, los países industrializados parecen haberse instalado en una dinámica de crecimiento moderado.

Como podemos ver en el *cuadro 7*, la prima de riesgo⁶⁶ (estimada) más alta, durante el periodo de 1987 a 1993, se ubicó en Alemania y Estados Unidos con el 8% y 9%, respectivamente. Mientras que España,⁶⁷ Inglaterra y Francia presentaban una prima de riesgo menor; esto se debe a que estas economías han tenido altas tasas de interés a diferencia de las dos primeras.

CUADRO 7

PRIMA DE RIESGO PROMEDIO ANUAL DE LAS BOLSAS DE PAÍSES DESARROLLADOS, 1987-1994

	%					
	<i>España</i>	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Inglaterra</i>	<i>Japón</i>
1987-1992	-9	-2	0	4	-1	-3
1987-1994	4	8	2	9	3	-3
1993-1994	19	19	4	16	8	-2

Fuente: Martínez Abascal, 1999: 184.

Los mercados europeos, mostraban también una similitud entre sus volatilidades [ver *cuadro 8*], las cuales se situaron alrededor del 25% durante el mismo periodo. Aunque algunos de estos mercados tienen menores niveles de volatilidad, debido al tamaño de sus bolsas, tal es el caso de España, éstos se han homologado con el resto de los países europeos desarrollados.

⁶⁶ Rendimiento adicional que un inversor exige por el riesgo inherente a una inversión.

⁶⁷ En España, la prima de riesgo ha sido aproximada a cero (desde los años setenta), a causa de los altos niveles de la rentabilidad fija.

CUADRO 8

VOLATILIDAD ANUAL DE LAS BOLSAS DE PAÍSES DESARROLLADOS, 1987-1994
%

	<i>España</i>	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Inglaterra</i>	<i>Japón</i>
1987-1992	17	27	32	12	16	31
1987-1994	24	26	25	13	14	23
1993-1994	27	23	19	12	14	10

Fuente: Martínez Abascal, 1999: 187.

Una clara señal de los mercados desarrollados ha sido el crecimiento de sus bolsas y por lo tanto de su volatilidad, esto es una consecuencia de la misma extensión y desarrollo de sus mercados. A partir de los años noventa, los niveles de volatilidad, en los mercados desarrollados, ha tendido a disminuir, pero al mismo tiempo, ha tenido fuertes repuntes que han coincidido con las crisis bursátiles, como ejemplo tenemos la de 1987, la ocasionada por la guerra del golfo Pérsico en 1990 o la tormenta monetaria europea de 1992.

En el *cuadro 9*, podemos ver que el mercado desarrollado que presentó una mejor relación de la rentabilidad-riesgo⁶⁸ fue el norteamericano, con un 1.2%, seguido —aunque no de cerca— por el Reino Unido (0.8%); en contraposición, en el mercado bajista (Japón) no se observó alguna mejora de esta relación.

CUADRO 9

COEFICIENTE DE VARIACIÓN MENSUAL DE LAS BOLSAS DE PAÍSES DESARROLLADOS, 1987-1994
%

	<i>España</i>	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Inglaterra</i>	<i>Japón</i>
Rentabilidad	1.2	0.9	0.8	1.2	0.9	0.1
Volumen	6.7	5.9	6.2	4.4	5.0	6.7
Coefficiente de Variación (CV)	0.18	0.16	0.12	0.27	0.19	0.02

Fuente: Martínez Abascal, 1999: 190.

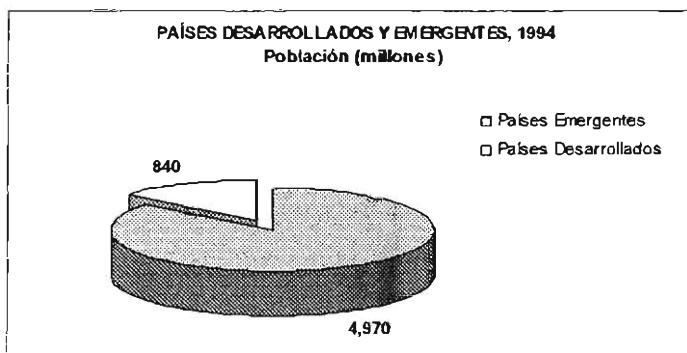
⁶⁸ La primera aproximación de la rentabilidad-riesgo arroja el Coeficiente de Variación (CV), que es el coeficiente de la rentabilidad entre el riesgo. Éste nos indica cuánta rentabilidad obtenemos en puntos porcentuales por cada unidad de riesgo.

En conjunto con el nuevo modelo de liberalización implantado en este periodo, se desató un efecto de contagio y de volatilidad en todos los mercados, lo que ocasionó incertidumbre en el corto y largo plazo sobre la economía real de todos los países, a partir de 1994. De igual forma, la liberalización llevó a la realización de cambios en las estructuras del sector público y privado. En el sector público, se realizaron cambios de carácter político-monetario, mediante instrumentos de estabilización económica. Claro ejemplo es la política instruida por el gobierno de Inglaterra que pretendía mantener la paridad fija entre la libra y el marco alemán, además del nivel interno de precios (1992).

2.1.2.2 Mercados Emergentes

Como efecto de la globalización en el entorno económico y financiero internacional, fue la aparición de los *mercados emergentes*,⁶⁹ aquellos a los que se les consideraba “subdesarrollados”. Este concepto, lejos de promover la unificación de los mercados, delimitó, a principios de los noventa, a todo mercado existente en dos grandes grupos: los desarrollados y los emergentes [ver gráfica 1].

GRÁFICA 1



Fuente: Heyman, 1988: 14.

⁶⁹ Mercados emergentes: representa el mercado de capitales de un país en vías de desarrollo en el cual se pueden realizar inversiones financieras.

El término de *mercados emergentes* se utilizó por primera vez en 1986 con la creación del *Emerging Markets Growth Found Inc.* [Heyman, 1988: 10]; financiado por una organización subsidiaria del Banco Mundial y por Capital Group,⁷⁰ la mayor administradora de inversiones internacionales en Estados Unidos. Esta nueva clasificación permitió que los mercados emergentes recibieran un gran empuje derivado del proceso de globalización, de la tecnología y la caída del comunismo en Europa; volcando así mayores flujos de capitales, bienes y servicios a estas economías.

Posteriormente, entre 1986 y principios de 1994, el número de países considerados emergentes, se incrementó considerablemente, lo que refleja la gran cantidad de flujos que llegaron a estas economías.

Junto con el flujo de capitales, los mercados emergentes fueron sometidos a un proceso de revalorización y reestructuración de su sistema financiero; sin embargo, el desarrollo de estas economías no ha alcanzado, en la mayoría de los casos los niveles de los mercados desarrollados. Debido a lo anterior, se realizó una nueva clasificación de los mercados emergentes, cuyas bases estuvieron delimitadas por criterios cualitativos, tales como: la no pertenencia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)⁷¹ y la no emisión de valores calificados como de *grado de inversión*,⁷² en donde las calificadoras de valores internacionales intervienen.

A pesar de que México, Turquía y Portugal son miembros de esta organización, y que Chile ha emitido valores de deuda con calificación de *BBB*,⁷³ se les ha considerado como mercados emergentes. Esta situación responde a otro criterio de clasificación de mayor peso: *un país es considerado emergente si tiene un PIB per-cápita menor a los 8 mil 625 dólares anuales (promedio)*, de tal manera que un mercado en vías de desarrollo se encuentra en la etapa de arranque e industrialización a partir de los 400 a los 8 mil dólares per-cápita [ver gráfica 2].

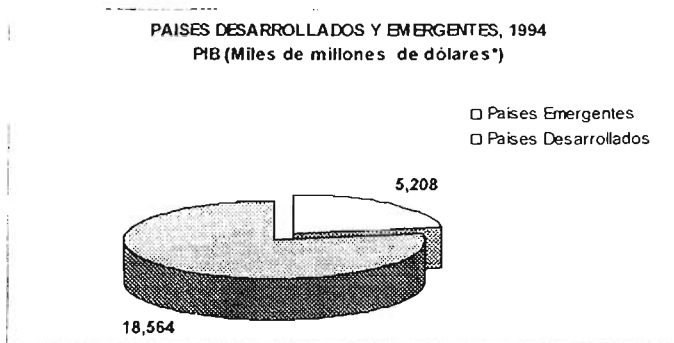
⁷⁰ El objetivo de esta institución era buscar el crecimiento a largo plazo del capital por medio de la inversión en valores de países en vías de desarrollo. Este fondo inició operaciones con un capital de 50 millones de dólares, con un prospecto de colocación de un año.

⁷¹ México cotizó por primera vez en la Bolsa de New York (NYSE) en 1991 con Telmex e ingresó a la OCDE en 1994.

⁷² Son aquellos instrumentos con bajo riesgo de contraparte.

⁷³ BBB: Adecuada calidad crediticia.

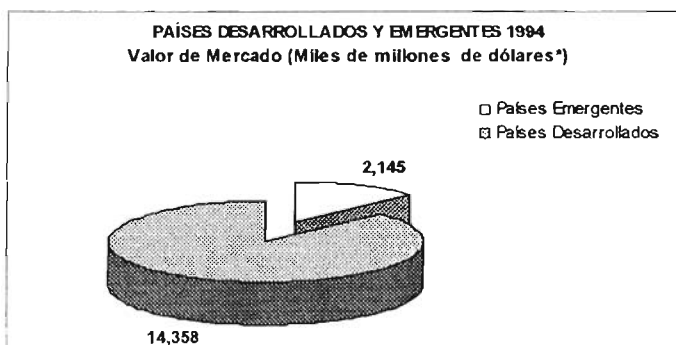
GRÁFICA 2



*Billones para Estados Unidos
Fuente: Heyman, 1988: 14.

Al hacer una comparación entre periodos y mercados, con respecto al PIB, podemos decir que, de 1975 a 1985, los mercados emergentes crecieron en un promedio anual de 4.8% en comparación con un 2.7% de los desarrollados. Mientras que los mercados accionarios de los países emergentes aumentaron su capitalización en un 1,272% contra un 375% de los países industrializados de 1980 hasta principios de 1994 [ver gráfica 3].

GRÁFICA 2



*Billones para Estados Unidos
Fuente: Heyman, 1988: 11.

Lo anterior es consecuencia de que desde finales de la década de los ochenta, cuando los mercados emergentes empezaron a ser atractivos, prevaleció una relación positiva entre los flujos hacia estos mercados y el ciclo de liquidez global⁷⁴ [Heyman, 1998: 19].

Las crisis de los mercados emergentes, sufridas entre 1988 y 1993, han presentado cinco características que los relacionan: en primera instancia se encuentra el tipo de cambio nominal fijo, establecido para sostener al mercado; este instrumento funcionó como política antinflacionaria, lo cual resultó crucial para los paquetes de estabilización en América Latina.⁷⁵ El problema del tipo de cambio fijo, es que tiende a incrementar la brecha entre monedas cuando alguna es sobrevaluada. Este perfil es benéfico si se pretende depreciar una divisa o establecer una *flotación sucia*,⁷⁶ pero en el caso de los mercados emergentes con debilidad para controlar los tipos de cambio ocasionó más problemas que soluciones. Otra cuestión importante, es que este régimen cambiario puede ayudar a disminuir la depreciación mediante la ampliación del déficit comercial, por consiguiente, permite la entrada de capital.

En segundo lugar, los países emergentes carecen de barreras tanto a la entrada como a la salida para regular los flujos de divisas (capital externo); estas medidas fueron aplicadas en los ochenta por los países emergentes asiáticos, los cuales restringieron la capacidad de endeudamiento con el extranjero para prevenir las diferencias entre monedas extranjera y nacional. La tercera característica es el manejo de tasas de interés de activos gubernamentales (bonos), ya que se presenta un diferencial entre la tasa de interés externa e interna de un 10%, lo que provoca disminuciones en las reservas de divisas y la creación de capital especulativo. En cuarto lugar, tenemos una excesiva flexibilidad en el sistema de regulación. Por último, se presentan las repercusiones macroeconómicas vía balanza de pagos (acervos) y flujos de activos en el sistema financiero.

Otro factor exógeno y que se ha hecho presente en la situación de los mercados emergentes a lo largo de la historia es la intervención de prestamistas de última instancia, con consecuencias contraccionistas sobre los mercados emergentes, principalmente sobre América Latina.

⁷⁴ 1993. fue el año con mayor flujo de liquidez hacia los mercados emergentes.

⁷⁵ México principalmente, utilizó esta tipo de cambio durante los ochenta, esta medida refuerza la competitividad de las exportaciones, como sucedió en el Sureste Asiático, fijando su moneda al dólar.

⁷⁶ Flotación Sucia: intervenciones en los mercados internacionales por parte de las autoridades monetarias de un país, cuya divisa se encuentra, en libre flotación.

El choque negativo que produjo la liberación de los mercados emergentes formó parte importante de la crisis latinoamericana de finales de los ochenta, además de tener otros efectos indirectos como la caída del comercio internacional a causa del segundo incremento en los precios del petróleo.

No obstante, a principios de los noventa, América Latina surgió como un conjunto de mercados fortalecidos y atractivos para las inversiones extranjeras, principalmente por su baja tasa inflacionaria y el alto nivel de crecimiento, gracias a la desactivación de los mecanismos que restringían la entrada de capital del exterior [ver cuadro 10].

CUADRO 10

CLASIFICACIÓN DE PAÍSES EMERGENTES Y DESARROLLADOS, 1994
%

<i>Mercado</i>	<i>Población</i>	<i>Superficie</i>	<i>PIB</i>	<i>Valor de Mercado</i>
Países Emergentes	86	76	22	13
Países Desarrollados	14	24	78	87

Fuente: Heyman, 1998: 14.

La fuerte actividad económica registrada en Latinoamérica y la apreciación cambiaria favoreció la estabilidad, redujo la tasa inflacionaria y disminuyó el valor real del pago de intereses de la deuda externa, pero principalmente, fomentó la privatización de instituciones gubernamentales que necesitaban ser reactivadas.

Entre 1991 y 1993, el flujo neto de capitales destinados al financiamiento al interior de estos mercados fue de 166 billones de dólares, mientras que el déficit en cuenta corriente para el mismo periodo creció a 98 billones de dólares,⁷⁷ esta brecha entre los dos factores incrementó la acumulación de reservas [Rodríguez, 1996: 222].

El retroceso de América Latina a mediados de los noventa fue causado por componentes inherentes a los ciclos financieros y a los cambios en las condiciones internacionales; es decir, el desempeño de los mercados emergentes está asociado particularmente con el

⁷⁷ La distribución del capital total proveniente del exterior fue de la siguiente manera: México recibió 75 billones de dólares, 29 billones se destinaron a Argentina, 20 para Brasil y 8 para Chile; es decir, estos cuatro países recibieron el 80% del total de capital de la región, mientras que México absorbió un 45% del flujo de estos países [Rodríguez, 1996: 222].

papel jugado por la política cambiaria y los flujos de capital en el entorno macroeconómico y la consiguiente integración de los mercados financieros internacionales.

2.2 Entorno Nacional

El año de 1988 se caracterizó por ser año electoral, cuando Carlos Salinas de Gortari, candidato por el Partido Revolucionario Institucional (PRI), resultó dudosamente triunfante en dicha contienda. Para el 31 de mayo de 1988, Salinas presentó el *Plan Nacional de Desarrollo 1988-1994*, el cual contenía cuatro puntos centrales:

1. Soberanía, seguridad y promoción de los intereses de México en el exterior;
2. Ampliación de la nueva vida democrática;
3. Recuperación económica con estabilidad de precios, y
4. Mejoramiento productivo del nivel de vida de la población.

Es importante señalar, que el tercero y cuarto puntos resultaron fundamentales para la estabilidad económica del país, el fortalecimiento de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria, que propiciara una liberación gradual de los precios, la inversión y el ahorro. No obstante, fueron también estos dos puntos los que abrieron las puertas de la reprivatización bancaria, en conjunto con la venta de de Teléfonos de México y algunas participaciones en empresas mineras como *La Caridad* y *Cananea*.

Al mismo tiempo, el logro de este conjunto de objetivos sólo podría llevarse a cabo bajo un entorno de recuperación económica con estabilidad de precios, un crecimiento del PIB y de las exportaciones y la disminución a un dígito de la inflación; tal y como se observa en el *cuadro 11* en conjunto con los indicadores económicos más importantes.

Durante el periodo de 1988-1993, la banca mexicana otorgó una gran cantidad de financiamientos, recursos que se canalizaron en un porcentaje elevado a proyectos no viables, aunados a procesos carentes de garantías.

CUADRO 11

CIFRAS ECONÓMICAS OBSERVADAS POR EL PLAN NACIONAL
DE DESARROLLO, 1989-1994

Crecimiento % Promedio Anual		
	1989-1991	1992-1994
PIB	2.9 a 3.5	5.3 a 6.0
Importaciones	4.8 a 5.4	5.8 a 6.6
Demanda Global	3.0 a 3.6	5.4 a 6.1
Consumo	1.4 a 2.2	4.1 a 4.5
Público	2.1 a 2.5	4.2 a 4.4
Privado	1.2 a 2.2	4.0 a 4.6
Inversión	7.8 a 8.8	8.8 a 9.7
Pública	6.3 a 7.3	8.0 a 8.5
Privada	8.4 a 9.4	9.2 a 10.0
Exportaciones	3.1 a 3.5	3.5 a 4.3
Petroleras	-0.4	0.0
No Petroleras	5.0 a 6.0	5.5 a 6.7

Fuente: elaboración propia.

Otra característica de este periodo, es que los recursos captados por la banca mexicana a partir de 1989, se canalizaron a empresas particulares y sus efectos se reflejaron a mediados de 1991, cuando la economía mexicana comenzó a mostrar señales de debilitamiento, tendencia que se agudizó para finales de 1993, de manera que el PIB (real) pasó de 3.6% en 1991, a 2.6% en 1992, y a 1.1% en 1993.

Según explica Enrique Cárdenas [Cárdenas, 1996:173]; esta situación, al parecer contradictoria, puede explicarse mediante la llamada *enfermedad holandesa*, la cual consiste en: un primer gran flujo de divisas que tiende a incrementar los ingresos y la demanda agregada. Esto tiene dos efectos: uno suben los precios internos sobre los externos, tendencia que sobrevalúa el tipo de cambio (si no se modifica su valor nominal); y segundo: el aumento en la demanda presiona al alza los precios de los bienes no comerciables⁷⁸ en contraposición a los comerciables, por consiguiente la oferta no puede igualar este aumento en el corto plazo, afectando los márgenes de utilidad de las empresas que producen bienes comerciables; es decir, se tiene un gran diferencial entre las tasas de interés internas y las externas, de tal suerte que resulta más barato adquirir productos importados que nacionales [ver cuadro 12].

⁷⁸ Aquellos que no son susceptibles de comercializar en el exterior.

CUADRO 12

MÉXICO: INDICADORES ECONÓMICOS, 1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB (real)	1.2	1.3	4.4	3.6	2.6	1.1	3.1
Formación Bruta de Capital Fijo (% del PIB)	20	18	18	19	20	28	21
Inversión Directa (1)	2.011	2.0785	2.549	4.742	4.393	4.901	3.321*
Inversión de Cartera (2)	121	298	-3.985	12.138	19.17	27.867	8.811*
Inflación	51.7	20.0	26.5	22.7	15.5	9.7	19.0
Déficit Público Financiero (% del PIB)	12.4	5.5	3.5	1.5	-1.7	-1.0	0.5

(1) Miles de dólares

(2) sin efecto de la reducción negociada de la deuda

* Sólo hasta el segundo trimestre de 1994.

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, varios años.

Es así, como se presenta la desaceleración de la economía mexicana en 1991, la consecuente recesión de 1992 y el estancamiento de 1993, a este último debe sumarse la política de contracción macroeconómica puesta en práctica con el objeto de detener el deslizamiento del tipo de cambio, situación que fue imposible de contener; para corroborar estos datos, se cita a continuación algunos comentarios incluidos en el Informe Anual del Banco de México:

"En 1992 se atenuó el ritmo de crecimiento económico como resultado de un entorno desfavorable y debido a los efectos transitorios del cambio estructural. Entre los factores adversos que afectaron a México en 1992, cabe destacar a los siguientes: la debilidad de la actividad económica de los socios comerciales de nuestro país, lo cual incidió sobre el precio y el volumen de las exportaciones mexicanas, desalentando la producción interna; los altibajos en los índices de las bolsas de valores, tanto de la mexicana como del extranjero; la inquietud que se difundió entre ciertos agentes económicos por la magnitud del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aun si esa inquietud se derivó de un análisis insuficiente del fenómeno; y la revisión a la baja de las utilidades esperadas de las empresas. También, a lo largo del año algunos agentes económicos manifestaron diversos grados de incertidumbre en relación con la aprobación definitiva del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos y Canadá." [Informe Anual del Banco de México, 2002: 4]

En este entorno, el debilitamiento del aparato productivo, la desaceleración económica y el incremento del déficit comercial, comenzaron a cobrar importancia frente al objetivo inflacionario, que para entonces se encontraba por debajo del 10%; fue entonces que las autoridades tomaron la decisión de no sacrificar este indicador, sino llevarlo hasta el 6% en 1994. Bajo el supuesto de que el capital entrante seguiría llenando las arcas mexicanas, el Banco de México decidió ampliar "discretamente" la banda de flotación del peso, con el fin de disminuir la sobrevaluación del mismo. En efecto, el peso se depreció en un 8% entre febrero y marzo de 1994, pero ante el asesinato del candidato del PRI a la presidencia, Luis Donald Colosio, a finales del mes provocó la inminente salida masiva de capitales durante los siguientes 30 días de este acto [Cárdenas, 1996: 187]. Esta situación agravó las condiciones del endeudamiento a corto plazo, el cual se acumuló e hizo necesaria la reestructuración de la deuda externa, de manera que el gobierno tuviese oportunidad de llevar a cabo algunas medidas de emergencia.

En diciembre de 1994, el gobierno mexicano, ya al mando del presidente Ernesto Zedillo Ponce de León, enfrentó fuertes problemas para seguir pagando los Tesobonos⁷⁹ y para atender los pagos de la deuda, disminuida de 25 mil millones de dólares en 1993 a 6,278 millones en 1994.

La incapacidad para hacer frente a este problema, dada la nueva apertura comercial y la grave incertidumbre social y política del país, anuló y sobrepasó los logros que se habían alcanzado en materia de repatriación de capitales durante este periodo, dirigiendo al país hacia la peor crisis económica, política y financiera de su historia.

2.2.1 *Consenso de Washington*

A principios de la década de los ochenta, ante las restricciones de los flujos de capital hacia los mercados emergentes y la caída de los precios del petróleo, se presentó una crisis de deuda externa generalizada; la cual tuvo principal importancia en México.

Posteriormente, con la renegociación la deuda externa mexicana (por casi 100 mil millones de dólares), se obligó al país a cumplir con políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización conformadas por el programa o paquete de reformas económicas denominado: *Decálogo del Consenso de Washington*; donde se plantearon 10

⁷⁹ El desarrollo de este tema se realiza en el Capítulo III del presente documento.

instrumentos de política para llevar adelante el objetivo de un sistema capitalista mundial basado en la libertad del mercado.

El *consenso de Washington* en realidad, fue un documento creado a partir de una reunión, llevada a cabo en Washington en 1989, entre académicos y economistas norteamericanos, funcionarios de gobierno norteamericano, así como integrantes del FMI y del Banco Mundial, el cual sería impuesto a las economías emergentes de América Latina y el Caribe.

Este documento, estaba basado en las premisas que, como consecuencia de la globalización, aumentarían las tasas de crecimiento económico y que iba a disminuir significativamente la pobreza y la inseguridad. Además de que los flujos de capital y el crecimiento de las exportaciones promoverían el desarrollo de sectores con un uso intensivo de la mano de obra; sin embargo, esto no fue así.

Los Diez Puntos que se trataron en el Consenso fueron los siguientes:

1. Establecer una disciplina fiscal;
2. Priorizar el gasto público en educación y salud;
3. Llevar a cabo una reforma tributaria;
4. Establecer tasas de interés positivas determinadas por el mercado;
5. Lograr tipos de cambio competitivos;
6. Desarrollar políticas comerciales liberales;
7. Mayor apertura a la inversión extranjera;
8. Privatizar las empresas públicas;
9. Llevar a cabo una profunda desregulación, y
10. Garantizar la protección de la propiedad privada.

El objetivo principal del *consenso de Washington*, en materia macroeconómica, fue el fortalecimiento de las instituciones estatales (Bancos Centrales independientes) encargadas de la política cambiaria y monetaria, que contribuyan a un control del nivel de precios.

En resumen, podemos decir que el marco del *consenso de Washington*, impuesto durante la década de los años ochenta ó, también conocida como "la década perdida", y frente a un entorno macroeconómico de los mercados emergentes, marcado por una profunda crisis económica, una hiperinflación devastadora, y por todas las consecuencias que estas traen (desestructuración social e inestabilidad política); fue aplicado para satisfacer las

necesidades de pago de la crisis de deuda exterior que separó a los mercados del continente del resto de los mercados financieros con la transferencia nítida (negativa) de los recursos financieros, de más de 25 millones de dólares en promedio anual, en dirección hacia Estados Unidos.

Ante esta situación, América Latina y el Caribe resultaron ser la zona “experimental” de todos los tipos de ajustes y sus combinaciones; además del insistente cuestionamiento de los países desarrollados sobre el papel del Estado en las economías emergentes.

Debido a lo anterior y ante las condiciones de su redacción, el *consenso de Washington* resultó ser muy limitado, ya que jamás fue objeto de debate general alguno ni sometido a ningún proceso de votación por América Latina o el Caribe; es decir, nunca fue ratificado formalmente por los países a los que les fue impuesto. Por lo tanto, podemos decir que fue resultado de un ejercicio autoritario de sus creadores que intentaron justificar la conducta y normas del mismo en base al “supuesto” mejoramiento del entorno económico y social de ambas zonas, en las cuales no habían tenido experiencia alguna que pronosticara un éxito en su totalidad; es decir, el *consenso* auguraba que con su aplicación aumentara el crecimiento económico, disminuiría la pobreza y se incrementaría el empleo, pero con su aplicación se produjo lo contrario.

Las ambiciosas reformas económicas contenidas en el consenso de Washington llevaron, al conjunto de América Latina y el Caribe, a una situación poco satisfactoria, donde se impuso la búsqueda de nuevas opciones que garantizaran un mayor crecimiento sustentable y equitativo.

No obstante, es importante destacar, un punto positivo de las medidas incluidas en el mismo, principalmente aquellas de carácter macroeconómico, que permitieron a la preservación del equilibrio de este entorno, el control de la inflación, la mejoría del balance presupuestario y el ahorro fiscal, el crecimiento de las exportaciones y la diversificación de los países de destino así como las privatizaciones masivas de las corporaciones públicas en estas zonas.

2.2.2 Modelo Económico Mexicano

El año de 1988, estuvo marcado por una profunda crisis en el país, ocasionada por la caída de los precios del petróleo de 1986, el *crack* de la Bolsa de New York y la de

México en 1987. Bajo este entorno de inestabilidad monetaria y financiera, la economía mexicana se vio seriamente afectada, generando así un desajuste del sector externo con altos niveles de inflación y problemas de sobreendeudamiento privado.

El 15 de diciembre de 1987, el presidente, Miguel de la Madrid, en conjunto con representantes de los sectores obrero, campesino y empresarial suscribieron el *Plan de Solidaridad Económica* (PSE),⁸⁰ orientado a: corregir las finanzas públicas; aplicar una política monetaria restrictiva; congelar los salarios reales; definir los precios de los sectores más importantes de la economía; profundizar la apertura comercial; aplicar controles inflacionarios, y finalmente, poner en marcha medidas de controles de precios negociados [León, 1997: 8].

El 12 de diciembre de 1988, se llevó a cabo otra reunión entre los representantes de los sectores obrero, campesino, empresarial y gubernamental, con el fin de redactar el *Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico* (PECE); es decir, la revisión del agonizante *Pacto de Solidaridad Económica*.⁸¹ Este documento logró, entre otras cosas, la ansiada reducción de la inflación hasta un nivel de 16.8% en julio del mismo año.

Asimismo, se crearon diferentes programas de estabilización y transición, con los cuales se pretendía solucionar los problemas del crecimiento económico; el más importante de ellos fue el *Plan de Austeridad Fiscal y Monetaria* (PAFM), el cual estaba basado en cuatro puntos principales: i) una fuerte apertura de la economía hacia la competencia internacional; ii) un proceso drástico de privatización y liquidación de empresas estatales deficitarias; iii) un programa de estabilización basado en el anclaje del tipo de cambio nominal,⁸² apoyado en el desarrollo de la política fiscal y monetaria restrictivas, y finalmente, iv) un amplio acuerdo económico y social establecido entre el gobierno y los sindicatos.

En cuanto a la reforma fiscal, en concreto a la aplicada al impuesto sobre la renta (ISR), se redujeron las tasas impositivas a las personas físicas y a las empresas, de tal manera que resultaran similares a las de Estados Unidos y Canadá. Al mismo tiempo, se redujo

⁸⁰ Este plan mostró su pronto fracaso y sus efectos recesivos; ya que, con la inflación al alza, era difícil sostener alguna política que contrarrestara la tendencia de esta variable, que para el mes de febrero de 1988, se encontraba en 179.7 por ciento. A partir de este mes, la segunda fase del Pacto dio inicio con la reducción de la inflación, no sólo a 2 dígitos, sino hasta un 51.7 por ciento; esto fue posible mediante instrumentos cambiarios, tal fue el caso del tipo de cambio anclado al dólar, con fuertes ajustes de precios (el peso mexicano se mantuvo congelado durante 1988).

⁸¹ El PSE fue renovado seis veces, a partir de su creación el 15 de diciembre de 1987; mientras que el PECE se reestructuró ocho veces durante el gobierno salinista [León, 1997: 12].

⁸² Política que establece una senda programada de devaluación y unas bandas sobre las cuales se le permite fluctuar al tipo de cambio.

en 2% el impuesto sobre los activos totales de las empresas sujetas a dicho impuesto.⁸³ Otra política perteneciente a la reforma fiscal fue la que en noviembre de 1991, disminuyó el IVA de un 20% y 15% al 10 por ciento [León, 1997:18].

Por otra parte, la desincorporación de empresas paraestatales⁸⁴ resultó un paso fundamental para el saneamiento de las finanzas públicas. De tal forma que se llegara a disminuir la intervención estatal en los sectores clave de la economía: la minería, siderurgia,⁸⁵ aerolíneas,⁸⁶ telecomunicaciones,⁸⁷ y por supuesto el de la banca comercial.

Durante el primer año de su mandato presidencial Salinas de Gortari, inició las negociaciones de un paquete financiero que incluyó la reducción del saldo de la deuda externa bajo cuatro premisas principales: i) abatir la transferencia de recursos a niveles compatibles con las metas de desarrollo; ii) disminuir la deuda histórica acumulada; iii) asegurar recursos, eliminar la incertidumbre, y iv) reducir el valor real de la deuda y su relación con el producto nacional.

La renegociación de la deuda se realizó mediante el llamado *Plan Brady*. El 1º de marzo de 1989, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, propuso ante el comité del FMI y BM, un plan para reducir la deuda y el pago de intereses sobre la misma a los países deudores, mediante la utilización de recursos financieros del FMI, del Banco Mundial y de la banca privada internacional.

El 11 de abril del mismo año, México logró firmar un acuerdo con el FMI en el cual se reconocía la necesidad del crecimiento de la economía mexicana y se apoyaba la estrategia económica planteada por su presidente. Este compromiso incluía un financiamiento por 3,635 millones de dólares a tres años y alrededor de 500 millones más adicionales para 1989; esta reestructuración debería arrancar el 19 de abril del mismo año.

El 23 de julio, ya alcanzados los acuerdos con el FMI, con el Banco Mundial y el Club de París, se concretó un acuerdo con los bancos acreedores, el cual consistía en cualquiera de las siguientes opciones: i) reducción del saldo en 35%. ii) reducción de tasas de interés a tasa fija del 6.25%; o en su defecto, iii) otorgar recursos durante cuatro años hasta por el 25% de la deuda estimada. Todas estas opciones estaban garantizadas con bonos cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos.

⁸³ A excepción de las instituciones financieras.

⁸⁴ Venta, liquidación, fusión y/o transferencia.

⁸⁵ Mexicana del Cobre (1988), Sidermex y Altos Hornos de México (1990).

⁸⁶ Aeroméxico (1988) y Mexicana de Aviación (1990).

⁸⁷ Teléfonos de México (1990).

El 4 de febrero de 1990, se firmaron los acuerdos mediante los cuales se reestructuraba la deuda externa; no obstante, fue necesario la entrega de *swaps*⁸⁸ a manera de caja de deuda externa, por un monto total de 3,500 millones de dólares; estos títulos resultaron tener efectos inflacionarios debido a la introducción misma del capital.

Con respecto a la política monetaria restrictiva, la inflación fue reduciéndose gracias al tipo de cambio anclado respecto al dólar y la política de deslizamiento predeterminado, sustentado por bandas preestablecidas. Aunque al postergar el ajuste del tipo de cambio real ocasionó el desplome del mismo y la crisis cambiaria de 1994 [León, 1997: 11].

Al mismo tiempo, las autoridades pusieron en marcha tres aspectos, que en conjunto, incrementarían la participación de los intermediarios financieros en el riesgo. En primer lugar, se aceleró el proceso de reforma financiera, con el objeto de preparar el terreno para la llegada de inversión extranjera mediante la creación de instrumentos financieros con tasas flexibles y plazos de vencimiento más largos, con el fin de otorgar protección al inversionista ante el riesgo de inflación y tipo de cambio. Segundo, se crearía un marco regulatorio para los intermediarios financieros, y por último, la reprivatización de la banca comercial y su posterior transformación en grupos financieros.

El anuncio de la reprivatización de la banca, en el mes de mayo de 1990, aunado a la decisión del gobierno mexicano de negociar un tratado de libre comercio con los Estados Unidos, sentaron las bases de la estabilidad nacional y de la entrada de capitales extranjeros, especialmente de cartera, promoviendo así el crecimiento económico del país con una tasa de 4.5% en 1990 [Cárdenas, 1996: 163].

2.2.3 Profundización de las Reformas de Primera Generación: 1988-1994

La profundización de las reformas de primera generación se caracterizaron por la liberación de los sectores financiero y de transporte, mientras que las telecomunicaciones y la petroquímica continuaron operando bajo un esquema monopólico; es decir, prácticamente se realizó una transferencia de propiedad del sector público al privado.

No obstante estas reformas han tenido resultados positivos en cuanto a la desregulación de los puertos, los ferrocarriles y la aviación; la modernización de la industria

⁸⁸ Reestructuración de deuda mediante la adquisición a descuento de la vieja deuda mexicana.

manufacturera; y en general, la eliminación de la participación de Estado; aunque esta última no tuvo un efecto homogéneo como veremos dentro de este apartado.

2.2.3.1 *Liberación Financiera Interna*

La segunda etapa de la liberación financiera inició en 1988, se caracterizó por una amplia gama de reformas a las tasas de interés, al encaje legal, al crédito dirigido, a la privatización de la banca, la regulación prudencial, y la autonomía del banco central.

Esta etapa comprendió también dos medidas adicionales al proceso iniciado en la etapa anterior: la eliminación de los límites a la emisión de las aceptaciones bancarias en 1988, y la cancelación de la fijación de topes máximos a las tasas de interés (por parte del Banco de México) en 1989.

En cuanto al encaje legal, en 1988 se estableció que tanto las aceptaciones, como los avales bancarios no estarían sujetos a reglas de canalización de crédito obligatorio (encaje legal); de tal manera que el 30% del mismo sería cubierto con CETES, Bondes o depósitos con interés en el Banco de México. De esta forma, el encaje legal de 51%, se sustituyó por un coeficiente de liquidez de 30 por ciento.

En el mes de septiembre de 1991, se eliminó este coeficiente de liquidez por uno de reserva voluntaria; es decir, el porcentaje de reserva para hacer frente a los pasivos de las instituciones bancarias quedaría a su libre albedrío. Sin embargo, esto no fue aplicable para la intermediación bancaria sobre cuentas denominadas en dólares, por lo que el coeficiente de liquidez, para estas operaciones, se fijó en 50% [Clavijo, 2000: 27].

Con la sustitución del encaje legal por el coeficiente de liquidez se modificó el sistema de canalización obligatoria de fondos de la banca comercial y fideicomisos del Banco de México; ocasionando que en 1993 se llevara a cabo una reestructuración de objetivos y operaciones de la banca de desarrollo. Dicha reestructuración consistió en eliminar el enfoque sectorial y corregir las imperfecciones del mismo. De esta forma, la banca de desarrollo se transformó en Banca de *segundo piso*.⁸⁹

Posteriormente, se eliminaron los subsidios sobre las tasas de interés, por lo que éstas se fijaron sobre el Costo Porcentual Promedio (CPP) de captación de fondos de los bancos comerciales.

⁸⁹ Durante este proceso, sólo el Banco Nacional de Crédito Rural (Banrural) y el Banco Nacional de Comercio Interior (BNCI) permanecieron como banca de primer piso.

En mayo de 1990, el Congreso de la Unión aprobó la iniciativa del ejecutivo federal sobre las reformas a los artículos 28 y 123 de la Constitución de 1917, con el objeto de permitir la participación extranjera en la banca comercial mexicana.⁹⁰

En el año de 1993, se reforman nuevamente los artículos 28, 13 y 123 de la Constitución mexicana, para dar paso a la autonomía del banco central, que hasta ese momento actuaba como organismo concentrado de la SHCP. En esta reforma se estableció que: i) el Banco de México era autónomo en sus funciones y administración; ii) su objetivo primordial sería la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional; iii) sería el único organismo facultado para manejar su propio crédito, y iv) tendría a su cargo la regulación del tipo de cambio, la intermediación financiera y sus servicios [Clavijo, 2000: 29].

2.2.3.2 Apertura de la Cuenta de Capitales

En 1989 entró en vigor la *ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera*, la cual derogó la Ley de 1973. Con esta nueva ley se autorizó a inversionistas extranjeros la posesión en su totalidad del capital de empresas pertenecientes a sectores no restringidos⁹¹ bajo los siguientes lineamientos: i) tener activos menores a los 100 millones de dólares; ii) que los fondos provinieran, en su totalidad, del exterior, y que la empresa mantuviera una balanza de divisas superavitaria durante los tres primeros ejercicios; iii) que las plantas se encontraran fuera de las áreas urbanas con mayor nivel poblacional; iv) la utilización de tecnologías ambientales adecuadas, y finalmente, v) que dichas empresas generaran empleos permanentes y que capacitaran al personal.

Al mismo tiempo, este reglamento procedió a simplificar los trámites administrativos, para que las empresas que cumplieran con dichos lineamientos quedaran exentas de los trámites de autorización (45 días); siendo otorgada de manera inmediata.

A esta ley de IED, se anexaron las disposiciones tendientes al TLCAN como la aprobación de inversión extranjera que participaría con más del 49%⁹² (filiales) en sectores tales como: transportes marítimos, servicios portuarios, líneas aéreas, telefonía celular,

⁹⁰ El contenido de este apartado sobre la reforma financiera, se desarrolla más adelante.

⁹¹ Las actividades no restringidas representaban el 73% del total de las actividades económicas y productivas (547 de las 754 existentes). Además en dicho documento se anexaban 40 actividades más en las que los inversionistas extranjeros podrían participar hasta con el 100% del capital; entre estas se encontraba la industria vidriera, la cementera, la de celulosa y el acero [Clavijo, 2000: 33].

⁹² Para realizar este tipo de inversión en empresas que superaran el monto predeterminado anualmente por la CNTE (25 millones de dólares) se requería una autorización expedita por esta ley.

transporte de petróleo, derivados y gas, educación privada, instituciones bancarias, de servicios financieros y seguros [Clavijo, 2000: 34].

Entre los sectores que la nueva ley promovió al exterior se encontraron: la televisión por cable, las sociedades cooperativas, la petroquímica secundaria. Con estas industrias, el nivel de actividades abiertas al exterior se incrementó al 91%; mientras que el sector manufacturero llegó al 100%, con excepción del sector petroquímico primario, la producción de armamento y de explosivos.

Dentro del contexto del TLCAN, fue inminente la apertura de los mercados financieros a la inversión de cartera iniciada en 1989, con base en el decreto de liberación del régimen de inversión neutra y el de inversión temporal⁹³ (introducidos en 1986).

Para 1990, se eliminaron las restricciones tendientes a la compra de valores en renta fija, principalmente sobre CETES; todos estos factores, sumados a la firma del Plan Brady (reestructuración de deuda) contribuyeron a que en México se incrementaran los niveles de inversión de cartera: al pasar de 3.4 millones de dólares en 1989 a 28.9 millones de dólares para 1993 [Clavijo, 2000: 35]. No obstante, esta inversión varió considerablemente durante 1994 y 1995, reflejando altos niveles de volatilidad.

2.2.3.3 Privatizaciones

En cuanto a las privatizaciones sobre empresas paraestatales para el periodo de 1989 a 1993; se incluyó a las empresas del Estado que presentaban gran poder de mercado, incluyendo sus monopolios y oligopolios [Clavijo, 2000: 29].

Estas empresas no se vieron sujetas a un fuerte proceso de liquidación o venta, más bien, su tratamiento consistió en *eficientar* y *maximizar* sus ingresos (ventas esporádicas y parciales), con el objeto de *aminorar* la intervención del Estado. De esta forma, se fusionaron algunas empresas gubernamentales y se liberaron los sectores estratégicos como la telefonía y las instituciones financieras (arrendadoras y aseguradoras), así como 18 bancos⁹⁴ y algunas compañías mineras y de autopartes (Cananea y Grupo DINA). La venta de estas empresas, en su conjunto, trajo al país cerca de 29 mil millones de dólares, de tal forma que, al final del periodo, sobrevivían sólo 210 empresas paraestatales ubicadas en los sectores más importantes de la economía. La cuarta y

⁹³ Este decreto estableció la posibilidad de que la FED participara de manera indirecta, en fideicomisos y en actividades sujetas a límites de participación.

⁹⁴ La privatización de la banca se encuentra desarrollada en el presente capítulo.

última etapa de la privatización inició a partir de 1994, durante el cual se observó un proceso de venta escaso.

2.2.3.4 *Reforma Tributaria*

En el entorno delimitado por el *Plan Nacional de Desarrollo, 1988-1994*, la reforma fiscal basada en la reducción de tasas impositivas, la eliminación de gravámenes, la ampliación de la base tributaria y la simplificación administrativa, son transformados mediante la reforma de 1989. Con dicha reforma se introducen una serie de medidas tendientes a adaptar el sistema fiscal a los nuevos lineamientos del modelo de mercado. Primeramente, se buscó la neutralidad y equidad impositiva, con el objeto de homogeneizarlas con la de sus principales socios comerciales y se eliminaron los tratos preferenciales y gravámenes especiales otorgados a algunos sectores de la economía (ganadería y pesca, agricultura e industria editorial).

También se redujo la tasa del ISR empresarial (ISRE) de 42% a 35%; y en 1993 a 34%. En cuanto al IRS de las personas físicas (ISRP), la tasa máxima se redujo de 50% en 1989 a 34% en 1993 [Clavijo, 2000: 43].

Con el objeto de evitar que la reducción en los impuestos afectara la recaudación, se introduce en 1989, el Impuesto al Activo (IA).⁹⁵ Inicialmente se cobró un 2% correspondiente al impuesto pagadero por una empresa con rendimientos anuales de 5.7 por ciento.

En cuanto al IVA, en 1991 la tasa fue unificada y reducida de 20% y 15% al 10%; al igual que la tasa *cero* para alimentos procesados y de las medicinas se redujo al 6%. Con el objeto de fortalecer el federalismo fiscal y fomentar el desarrollo regional, en 1990 se formó la Ley de Coordinación Fiscal; y en 1991 se integró el Fondo General de Participaciones a los Estados y Municipios⁹⁶ y el Fondo de Fomento Municipal.⁹⁷

⁹⁵ Pago de un impuesto mínimo para los contribuyentes que, por medio del uso de precios de transferencia o inherente a la manipulación contable de la base gravable, presentaban utilidades nulas o incluso pérdidas recurrentes en sus empresas. La base de dicho impuesto se conformaba con los activos de las empresas y los de cualquier individuo, nacional o extranjero.

⁹⁶ Este fondo determinaba la distribución de las participaciones a los estados y municipios en función de su grado de desarrollo y número de habitantes.

⁹⁷ Determinaba la distribución de las participaciones municipales de acuerdo al esfuerzo en las recaudaciones fiscales locales.

2.2.3.5 Desregulación

El término *desregulación* fue introducido para facultar a la iniciativa privada la asignación de recursos, suponiéndola eficiente para ello y capaz de alentar a las fuerzas del mercado para promover la competencia y disminuir la participación del Estado en la economía sin que dejara de fungir como supervisor en las relaciones entre los agentes económicos; además de promover un marco institucional propicio para el éxito de las políticas de ajuste [León, 1997:17].

Como primer gran paso hacia el proceso de modificaciones al marco regulatorio, en julio de 1989 se publicó el Reglamento *del Autotransporte Federal de Carga* que reestableció la libertad de tránsito por las carreteras federales del país, que durante 50 años estuvo controlado como un monopolio estatal. Con el nuevo reglamento se liberó la expedición de permisos y concesiones sobre el transporte: se eliminó la tarifa fija a favor de una tarifa máxima con carácter de negociable; se suprimieron los usos obligatorios de carga y se flexibilizaron las disposiciones respecto a las mismas.

Al mismo tiempo, se publicó el nuevo *Reglamento para el Transporte Multimodal Internacional*, así una misma empresa podría prestar estos servicios ya sea por camiones, barcos o ferrocarriles [Clavijo, 2000: 48].

En 1991, se hizo público el *Reglamento para el Servicio de Maniobras en Zonas Federales de los Puertos* (RSMP); el cual establecía los lineamientos para la obtención de permisos y la prestación de estos servicios. En el mismo año se realizaron modificaciones a la *ley de Navegación y Comercio Marítimo* (LNCM), con el objeto de autorizar la construcción y explotación de terminales de servicio público a particulares.

En julio de 1993, se publicó la *ley Federal de Puertos*, que estableció las bases de una administración integral de las sociedades mercantiles. A la par con la desregulación del transporte, se realizaron modificaciones a las tarifas del servicio ferroviario, proceso que culminó con la concesión de las principales rutas al sector privado.

Más tarde se desreguló el uso de la zona marítima-terrestre, de tal forma que, aunque no podía ser de propiedad privada, si era sujeto de concesión (hasta por 25 años) por parte de restaurantes, hoteles y otros prestadores de servicios turísticos en agosto de 1991, y con las reformas a la *ley General de Bienes Nacionales* de enero de 1992.

Como parte fundamental de la desregulación del mercado aéreo, en julio de 1991 se eliminaron los controles gubernamentales impuestos a las rutas y tarifas de vuelos

nacionales, tanto a empresas extranjeras (que ingresaran al mercado) como a las nacionales [Clavijo, 2000:51].

El proceso de desregulación de telecomunicaciones principió con las modificaciones al *título de concesión de Teléfonos de México* (LCT) en agosto de 1990 (dos meses después se publicó el primer reglamento de telecomunicaciones en el país). En conjunto con este reglamento, se autorizó a dos compañías de telefonía celular que ampliaron los límites para el envío de cualquier tipo de señal vía satelital.

En agosto de 1989 se publicó la resolución sobre la nueva clasificación de los productos derivados del petróleo (petroquímica básica y secundaria), permitiendo la inversión privada en 14 productos anteriormente considerados básicos.

En cuanto a la industria manufacturera, en enero de 1990 se publicó la nueva *ley sobre el Registro y Control de la Transferencia de Tecnología y el Uso de Patentes y Marcas* (LTT), eliminando así aquellas políticas de control sobre los esquemas para licenciar las patentes, marcas y secretos industriales⁹⁸ [Clavijo, 2000: 52].

El 24 de diciembre de 1992, se publicó la nueva *ley Federal de Competencia Económica*,⁹⁹ la cual constituyó la medida regulatoria con mayor peso para el desarrollo económico al largo plazo. El organismo encargado de aplicar dicha ley sería la Comisión Federal de Competencia (CFC).¹⁰⁰

2.2.3.6 Apertura Comercial

El proceso de apertura comercial en México, estuvo representado por el ajuste macroeconómico y estructural por la transformación de la economía mundial hacia la *regionalización* y la creación de bloques económicos y comerciales.

Ante este entorno, se presentó la necesidad de sustituir el modelo proteccionista del mercado por un ambiente de apertura al exterior que promoviera la adecuación de la competencia y su legislación pertinente.

Durante la segunda mitad de los ochenta, se inició el profundo proceso de apertura comercial en México, mediante un conjunto de medidas en las que figuraron la reducción

⁹⁸ Esta ley fue abrogada por decreto del Congreso de la Unión en junio de 1991.

⁹⁹ La nueva reglamentación sustituyó leyes vigentes desde mediados del siglo, tales como: la *ley Orgánica del artículo 28 Constitucional* de 1934, o la *ley de Industrias de la Transformación* de 1914.

¹⁰⁰ Organismo desconcentrado de la antigua Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI), que entró en vigor el 23 de junio de 1993, para supervisar a todos los agentes económicos (personas físicas y morales), a excepción de los monopolios propiedad del Estado (petróleo, petroquímica, electricidad y energía nuclear, correo y emisión de billetes y monedas).

en los niveles arancelarios, la eliminación gradual de las restricciones comerciales y un conjunto de negociaciones para crear tratados de libre comercio

La eliminación de las barreras no arancelarias y la reducción de los aranceles se presentó en tres etapas. La primera, en 1985, se basó en dos decisiones importantes: i) México eliminaría gradualmente aquellos permisos de importación sobre casi el 80% de aranceles sujetos a restricciones; y ii) en noviembre del mismo año, México inició las negociaciones para ingresar al GATT [León, 1997: 31].

La segunda etapa, dio inicio con el Pacto de Solidaridad Económica argumentando que la reducción de la inflación favorecería la apertura comercial, por lo que entre 1987 y 1988, se apresuró el proceso y para 1991, menos del 10% del valor total de las importaciones estaba sujeto a permisos de importación, siendo el nivel más bajo en 36 años.

Durante los primeros meses de 1988, los precios oficiales usados para la valuación aduanera de 41 fracciones arancelarias fueron reemplazados por la legislación *antidumping* (especificada por el GATT) y por un sistema de derechos compensatorios [León, 1997: 31].

En 1990, más del 20% del valor total de las mercancías importadas entraron al país libres de impuestos arancelarios; es importante señalar que el 80% restante quedó sometido entre el 5% y el 20% de aranceles.

La tercera etapa de la apertura comercial se sujetó al proceso de negociaciones bilaterales para la integración de México a los bloques comerciales internacionales. No obstante, México había firmado ya, en 1985, un tratado bilateral de subsidios con Estados Unidos,¹⁰¹ ambos países firmaron, en 1987, un convenio que establecía los principios y procedimientos aplicables al comercio y la inversión. Dicho convenio resultó el parte aguas del proceso de apertura comercial en cuanto a tratados bilaterales se refiere; ya que en octubre de 1989, iniciaron las conversaciones globales que facilitarían las relaciones comerciales y de inversión aplicables a México.

Durante 1989 y 1990 el Congreso de la Unión reformó la *ley Aduanera* para liberar las tarifas, simplificar la creación de nuevas patentes y facilitar la movilización de agentes aduanales.

En 1991, México suscribió el primer tratado de libre comercio con Chile, al igual que sucedió con otros países de América Central: Venezuela y Colombia (G-3).

¹⁰¹ Tratado en el que las empresas estadounidenses debían comprobar que habían sufrido algún perjuicio para que fueran objeto de un arancel de protección.

En materia de IED, se diseñaron dos instrumentos principales sobre su legislación (emitidos en 1994): i) el que otorgó al gobierno facultades discrecionales para exigir un 51% de la propiedad en todas las compañías mexicanas; y ii) la *ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera* de 1972 (emitida el 16 de mayo de 1989), que ratificó los principios establecidos en la misma. Mediante esta reforma donde se buscó favorecer el desarrollo de proyectos de transferencia de tecnología, entradas masivas de capital extranjero (divisas) y la formación de empleos.

2.3 Reforma Financiera

En diciembre de 1988, el presidente Carlos Salinas puso en marcha una serie de reformas tendientes a modernizar el sistema financiero mexicano (SFM); dichas medidas abarcaron cambios regulatorios e institucionales dentro del sistema, así como la modificación de las estructuras jurídicas y administrativas del mercado financiero y sus intermediarios.

En conjunto con la desregulación y liberalización de la economía mexicana, contenida en las *reformas de primera generación*, presentó, a partir de 1989, un proceso del mismo carácter pero que modificaba al SFM; este proceso conocido como *reforma financiera* contenía también los conceptos básicos de desregulación y liberalización en materia financiera, ambos tendientes a preparar la inclusión de México al proceso globalizador [León, 1997: 38-40].

2.3.1 Liberalización Financiera

El proceso de liberalización financiera emprendido durante la reforma financiera tenía como objetivos principales: 1) la reorientación de las instituciones financieras; 2) promover la formación de ahorro; 3) una eficiente asignación de recursos, y 4) otorgar la importancia necesaria a la inversión [Cabello, 1999: 220]. Aunque, cabe señalar que este proceso se llevó a cabo en una fecha relativamente tardía frente al cambio estructural del SFM.

Las medidas de liberalización financiera implantadas en los últimos años de la década de los ochenta, llevaron al SFM y a la banca comercial hacia un entorno de fragilidad y sobreendeudamiento tanto interno como externo, distorsionando las tasas de interés y provocando la entrada de capital especulativo a la economía mexicana. Todo esto formó parte de los mecanismos, ya existentes, de represión financiera¹⁰² tales como el control del crédito.

En este sentido, el incremento en la tasa de interés constituye una base fundamental para realizar una liberalización financiera; ya que el hecho de adoptar la libre flotación del tipo de cambio que ayudaría a eliminar el déficit del ahorro interno. Es así que la liberación financiera dio inicio a su primera etapa con la revisión semanal de las tasas de interés (1978) y la emisión de títulos gubernamentales, los cuales flexibilizaron la política de encaje legal y la transformación de la banca especializada en banca múltiple (1983), hasta que en 1990 se internacionalizó el mercado de valores [Levy, 1999: 93].

Durante la primera etapa de la liberalización financiera (1978-1988) se eliminaron la mayoría de los mecanismos de compensación de impuestos. La segunda etapa inició en 1988, con la fijación del tipo de cambio y la tasa de interés que actuó como variable de equilibrio del mercado financiero y de la cuenta de capitales (tipo de cambio sobrevaluado y tasas de interés flexibles), especialmente a partir de la apertura comercial.

La liberalización se instrumentó como consecuencia de la apertura comercial instaurada con el *consenso de Washington*, ya que las políticas intervencionistas planteadas en el mismo, habían sido causa principal de la crisis de los años ochenta. Fue entonces cuando se pensó que la liberalización financiera ayudaría a retomar el camino del crecimiento y la estabilidad, al aumentar la tasa de ahorro y mejorar la asignación de los recursos y de la economía en su conjunto. Además de ser considerada como una condición previa para la reestructuración del sistema financiero.

2.3.2 Desregulación Financiera

La desregulación financiera comprendió la flexibilización de las restricciones legales impuestas por el Estado a los intermediarios financieros, con el fin de asegurar el nivel de

¹⁰² La situación de un mercado con “obstáculos” institucionales, en el aspecto político, económico y administrativo, que le impiden llegar al equilibrio.

ahorro y garantizar una eficiente asignación de recursos. Esto se llevó a cabo mediante la liberalización de las tasas de interés activas y pasivas del sistema bancario en 1988; la eliminación de la canalización obligatoria de recursos (cajones selectivos) en 1989; y por la sustitución y posterior eliminación del encaje legal (1989) y el coeficiente de liquidez en 1991 [Cabello, 1999: 143].

Para ello, fue necesario preparar el terreno y las condiciones sobre las cuales se llevaría a cabo dicho proceso; principalmente resultaba imperante un equilibrio de las finanzas públicas, disminuir la inflación y frenar la tendencia del mercado informal que presentaba este sistema (desregulación operativa); motivo por el cual, en un principio, fue necesario recuperar la capacidad reguladora y supervisora de las instituciones financieras, tal sería el caso del Banco de México en 1993 (última medida de desregulación financiera).

Una vez preparado el terreno para la desregulación financiera, a principios de 1990 se llevó a cabo un fuerte proceso de reforma a todo el marco jurídico en materia financiera; con la pretensión de fomentar el saneamiento, la competitividad y la eficiencia de los mercados de dinero y de capital; así como promover su integración a los mercados internacionales (desregulación organizacional) [Cabello, 1999: 215].

Este proceso se centró en la eliminación de los controles crediticios y las restricciones existentes en el mismo sistema; la creación de nuevos intermediarios financieros y la promoción de la apertura a la inversión extranjera de portafolio. Al mismo tiempo, se crearon nuevas formas de financiamiento del desarrollo público y empresarial, ya que hasta este entonces dependía en gran medida del Estado.¹⁰³

En el aspecto de supervisión y control, las autoridades monetarias y los organismos descentralizados de la SHCP, recibieron nuevas capacidades de regulación,¹⁰⁴ además de la creación de un nuevo esquema para calificar el otorgamiento de créditos de carácter prudencial, con el fin de adecuarse a los mecanismos del nuevo esquema de mercado.

Con respecto a las instituciones regulatorias del SFM, se les convirtió en promotoras del mercado, de tal manera que, jugarían el papel de autoridades supervisoras del mismo.

La desregulación también tuvo como prioridad la simplificación en los procesos administrativos, el ofrecimiento de un escenario estable con garantías y protección para los usuarios, principalmente los extranjeros [Cabello, 1999: 216].

¹⁰³ Este proceso culminó con la reprivatización bancaria entre 1990 y 1992; proceso que prometía ser la mejor alternativa para fomentar el ahorro y la inversión.

¹⁰⁴ Tal fue el caso de la autonomía otorgada por la Constitución al Banco de México en 1993.

Todas estas reformas al SFM, abarcaron las modificaciones, anexiones y derogaciones a las leyes financieras publicadas en el *DOF* a partir del *paquete financiero de 1989* y hasta 1994.

2.3.3 Privatización de la Banca

El Plan Nacional de Desarrollo (1988-1994), estaba basado principalmente en un paquete financiero (1989), el cual contenía un *Programa para el Financiamiento del Desarrollo* (1990), un *Reglamento General para la Constitución de Grupos Financieros* (1990), además de una iniciativa presidencial para reformar los artículos 28 y 123 de la Carta Magna publicados el 27 de junio de 1990.

De igual forma, el 25 de septiembre de 1988, se publican en el *DOF* las *Bases Generales o Principios de Desincorporación de las Instituciones de Banca Múltiple, Propiedad del Gobierno Federal*; estas bases consentían la formación de un sistema financiero más eficiente y competitivo además de garantizar una participación diversificada y plural del capital [Villegas y Ortega, 2002: 40-41].

Con esos principios, se pretendía también que la banca mexicana fuera controlada por mexicanos en un ámbito desregulado y de un sistema financiero equilibrado, el cual propiciara sanas prácticas financieras.

Este proceso dio origen a la reprivatización de la banca mexicana, la cual revirtió la estatización de 1982 llegando a conformar así un sistema financiero desregulado.

Un año más tarde, el 11 de junio de 1991, este proceso inició con la venta de Multibanco Mercantil de México a Grupo Financiero Probursa, con lo que se conformó el primer grupo financiero en México. El precio por acción fue de 9.15 nuevos pesos y por un monto total de 611,200 millones de nuevos pesos. Este grupo quedó integrado por: Casa de Bolsa Probursa, Factoring Profacmex, Almacenadota Probursa, Casa de Cambio Probursa y Multibanco Mercantil de México.

El 17 de julio, el Grupo Financiero Mexival realizó la compra de Banpais, la transacción se llevó a cabo por un precio de 544,989 millones de nuevos pesos, integrándose con la Casa de Bolsa Mexival, Seguros Constitución, Arrendadora Plus, Casa de Cambio Divimex y Banpais.

El 24 de junio Grupo Multiva, que aún no estaba autorizado como un grupo financiero, adquiere Banca Cremi por un importe total de 748,291 millones de nuevos pesos. Este grupo quedó conformado por: Casa de Bolsa Multivalores, Multivalores Casa de Cambio y Banca Cremi.

La venta más importante de un banco en México, se presentó el 27 de agosto de 1991 con la compra de Banamex, por parte de Acciones y Valores, Casa de Bolsa por un monto total de 9,700 millones de nuevos pesos. Con esta operación se conformó el grupo financiero más grande de México, el cual sería llamado Grupo Financiero Banamex-Accival. El segundo banco múltiple más grande de México fue asignado el 27 de octubre al Grupo Valores Monterrey (Vamsa) por un total de 7,800 millones de nuevos pesos y por 2,366,312 acciones a un precio de 3.29608 nuevos pesos cada una; conformando así Grupo Financiero Bancomer [Villegas y Ortega, 2002: 44].

El 10 de noviembre del mismo año se llevó a cabo la compra del Banco de Cédulas Hipotecarias (BCH) por un grupo de agroindustriales encabezados por Carlos Cabal Peniche, adquiriendo 55.2 millones de acciones del banco por un total de 873,630 millones de nuevos pesos [Villegas y Ortega, 2002: 45].

Un año después, el 26 de enero de 1992 se privatizó Banca Serfin, siendo el tercer banco más importante de México, el cual fue adquirido por Grupo Financiero OBSA, que originalmente era Intra Corporativo. El importe de la operación fue de 2,800 millones de nuevos pesos [Villegas y Ortega, 2002: 46].

El 10 de febrero de 1992 Grupo Financiero Inverlat quedó integrado por Multibanco Comermex mediante una compra del mismo por 2,700 millones de nuevos pesos. La importancia de Grupo Serfin se fortalece aún más en 1994 a través una asociación estratégica con Grupo Financiero Inverlat (Comemex), con la que se logra un tamaño similar al de Grupo Financiero Bancomer.

Banco Mexicano Somex fue vendido en 6 de marzo de 1992 a un grupo de inversionistas independientes por una cifra total de 2,600 millones de nuevos pesos. Mientras que Banco del Atlántico fue adquirido por 1,400 millones de nuevos pesos por Grupo Bursátil mexicano (GBM) [Villegas y Ortega, 2002: 47].

El 5 de abril del mismo año Casa de Bolsa Finamex compran Banca Promex a un precio de 1,070 millones de nuevos pesos, con lo que formaban Grupo Financiero Finamex.

Banco Mercantil del Norte fue adquirido el 14 de junio de 1992 por un grupo de inversionistas del noreste de México por un total de 1,700 millones de nuevos pesos.

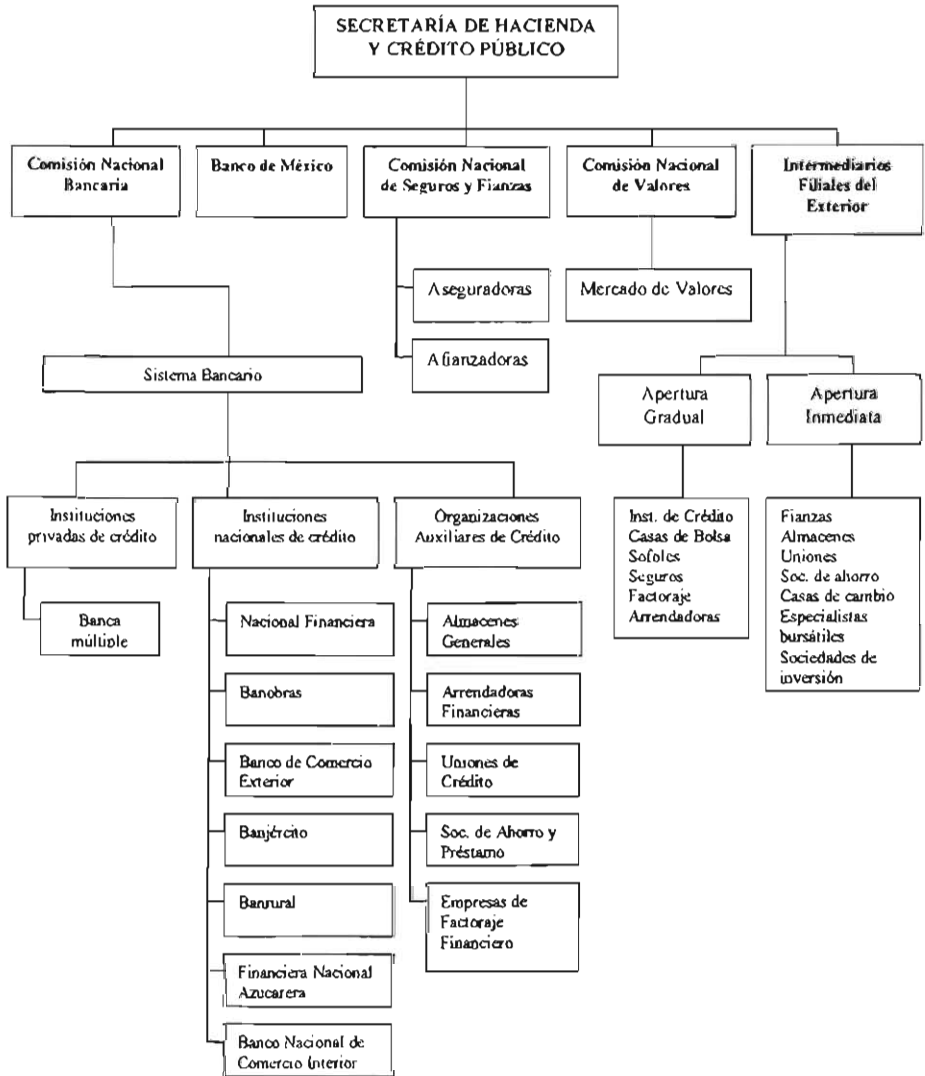
La operación de compra de Banco Internacional por el Grupo Financiero Prime, se llevó a cabo por un total de 1,486,916 mil nuevos pesos, concretándose el 28 de junio del mismo año.

Posteriormente, el 4 de agosto de 1992, Banca Confía ya estaba conformada por Afianzadora Margen, Arrendadora Financiera Margen, C. C. Cambio Valle y Factor Margen, por lo que adquirió a Banco Oriente [Villegas y Ortega, 2002, 48].

El siguiente banco fue Bancrecer el 18 de agosto de 1994, con el que se realizó una venta por 24,131,300 nuevos pesos. Luego de la venta del banco, los accionistas crearon Grupo Financiero Bancrecer, formando: Casa de Bolsa Bancrecer, Arrendadora Financiera Bancrecer y Factoraje Bancrecer [Villegas y Ortega, 2002, 45].

La *rentabilidad media de los activos bancarios* (ROA) durante el periodo de 1987 a 1992 fue negativa, siendo 1991 el peor año. No obstante, a partir de la liberalización financiera se presenta un aumento del ROA en las firmas bancarias existentes hasta 1988, para después descender en 1993 cuando los bancos en su conjunto, habían recuperado su rentabilidad y solvencia, mientras que un año más tarde superaban ya su nivel de colocación en base a tres aspectos: el *crecimiento del PIB*, donde el crédito interno pasó del 14.2% del PIB en 1988 al 55% en 1994; el *consumo*, para 1994 las exportaciones mexicanas crecieron al doble de su valor en 1988 (en dólares); sin embargo, las importaciones también crecieron triplicando su valor en el mismo periodo; la *inversión*, en 1989, la inversión de los bancos estaba materializada en el sector público y para 1994 dicha inversión sólo representaba en 5 por ciento.

2.3.4 Estructura del Sistema Financiero Mexicano: 1993



Fuente: Cabello, 1999: 172.

La estructura del SFM se ha conformado de instituciones financieras bancarias, no bancarias y bursátiles, supervisadas por sus autoridades principales: la SHCP y el Banco de México [Cabello, 1999:168].

Como hemos visto, el SFM ha evolucionado de un sistema precario en los setenta, a otro más complejo; no obstante, también podemos constatar que el desempeño de este organismo ha sido deficiente, al igual que su contribución al desarrollo del país y por consiguiente, sus antecedentes muestran constantes intervenciones del Estado para su rescate.

El SFM sufrió grandes cambios durante 1988, el más importante tuvo que ver con el retiro de la participación estatal en la intermediación financiera a través de la banca comercial y de aquellas actividades de fomento.

Las autoridades regulatorias y supervisoras a cargo del SFM, entre 1988 y 1993 fueron: El Banco de México, la SHCP, la Comisión Nacional Bancaria, la *Comisión Nacional de Valores*,¹⁰⁵ y la *Comisión de Seguros y Fianzas*.¹⁰⁶

Es importante resaltar que en este esquema, a partir de 1994, participarían los intermediarios y grupos financieros extranjeros.

2.3.5 Reformas a las Leyes del Sistema Financiero Mexicano

Las reformas instrumentadas dentro del citado *paquete financiero*,¹⁰⁷ entre 1988 y 1990, tendieron a reformar el conjunto de leyes del SFM, principalmente aquellas referentes a los intermediarios financieros. El propósito central de las mismas consistió en avanzar en el desarrollo institucional de dicho sistema mediante la actualización del marco que definía su estructura, y en concreto mediante la disminución de su regulación y mejora de la actividad supervisora de los organismos pertenecientes al mismo; así como fomentar su

¹⁰⁵ La Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores se fusionaron en enero de 1995, debido a la presencia de los grupos financieros que incluyen a las casas de bolsa y bancos, además de otros intermediarios autorizados por la ley.

¹⁰⁶ Estas tres últimas Comisiones son organismos desconcentrados de la SHCP, en los que se apoya para la atención de los asuntos que les competen.

¹⁰⁷ Como ya se ha especificado, este paquete de reformas fue enviado por el Ejecutivo Federal entre el 17 y 19 de diciembre de 1989, y fueron aprobadas por el Congreso de la Unión el 3 y 4 de enero de 1990.

capitalización y el aprovechamiento de las economías a escala¹⁰⁸ para promover una mejor cobertura de mercados y una mayor competencia entre los intermediarios.

En el paquete financiero de 1989, destacaron las modificaciones a la *ley de Instituciones de Crédito* (LIC), se buscó fortalecer la facultad de los consejos directivos para la toma de decisiones; y a la *Ley del Mercado de Valores* (LMV), en la promoción de condiciones que propiciaran una mayor participación de los intermediarios en el exterior, además de la redefinición de la llamada *información privilegiada*, con el objeto de hacer más competitiva su operación.

En cuanto a la legislación financiera en general, fue reformada con el fin de permitir la integración de grupos financieros, los cuales operarían como una *Sociedad Controladora Filial*¹⁰⁹ en la que no se permitiría la participación de inversionistas extranjeros en su capital social. De tal forma que ésta quedaría integrada con por lo menos tres intermediarios financieros no bancarios y con un 51% del capital pagado, adquiriendo así la responsabilidad subsidiaria solidaria e ilimitada sobre las pérdidas de todos los integrantes. No obstante, el 28 de junio de 1990 se aprobó una nueva *ley para Regular las Agrupaciones Financieras* (LRAF) creada con el objeto de propiciar que los intermediarios ofrecieran mejores servicios al cliente; esta ley estaba contenida en la LIC y en la LMV¹¹⁰ publicadas simultáneamente con la primera [Villegas y Ortega, 2002: 40].

Además, la *ley General de Instituciones de Seguros*, la *ley Federal de Instituciones de Fianzas*, la *de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito* (LGAAC), y la *ley General de Sociedades de Inversión* (LGSi), fueron modificadas en lo concerniente al régimen de propiedad de la banca¹¹¹ [Cabello, 1999: 230].

Con estas modificaciones, incluidas las concernientes a los artículos 28 y 123 de la Carta Magna, se sentaban las bases para la aparición de los grupos financieros como antecedente de la banca universal, para permitir la participación mayoritaria de capital privado en los bancos.

En 1991, con el fin de preparar al sector bancario para la privatización, las reformas a la legislación financiera se centraron en la activación del ahorro interno mediante cajas de ahorro (ahorro popular) y el *Sistema de Ahorro para el Retiro* (SAR); el cual conllevó a

¹⁰⁸ En el sentido económico, las economías a escala se producen cuando al aumentar el tamaño de la planta y la producción, disminuye el costo de fabricación; es decir, se trata de una función de producción en la que al aumentar los factores, la producción total aumenta más que proporcionalmente.

¹⁰⁹ La sociedad mexicana autorizada para constituirse y operar como sociedad controladora en los términos de la *ley para Regular las Agrupaciones Financieras*, y en cuyo capital participe una institución financiera del exterior.

¹¹⁰ Las modificaciones a estas leyes se especifican en el desarrollo de este capítulo.

¹¹¹ Debido a la posterior reprivatización de la banca (1990-1992).

una importante entrada de recursos al sector bancario vía inversiones en la BMV [Cabello, 1999: 235].

Durante el proceso de privatización, la mayor parte de los bancos fue adquirida por accionistas o dirigentes de casas de bolsa. Así, se presentó una tendencia orientada a actividades "bancarias bolsistas", ejercida a través de operaciones mayoritarias en el mercado de dinero y a corto plazo, con el que cayó fuertemente la captación de cuentas de cheques y de ahorro.

A partir de 1992, la transformación del sistema bancario mexicano fue importante, en particular porque el TLCAN concedió la apertura gradual a los servicios financieros de Estados Unidos y Canadá respecto al mercado mexicano, de tal manera que la SHCP organizó y autorizó diversos grupos financieros entre 1991 y 1994.

Después de muchos años de no otorgar concesión alguna a nuevos bancos, a partir de 1992 el gobierno autorizó nuevas concesiones a tres casas de bolsa, cuatro aseguradoras, 43 arrendadoras financieras, 11 almacenadoras, 99 sociedades de factoraje financiero y 164 casas de cambio [Villegas y Ortega, 2002: 77].

El 9 de junio de 1992, la LIC y la LRAF fueron nuevamente reformadas, en lo referente a la integración del capital social de las instituciones de crédito y de las sociedades controladoras de grupos financieros. La integración del capital social quedaría entonces de la siguiente manera: 51% del capital ordinario pertenecería a la serie "A" y el 49% restante estaría representado por las series "A", "B" y "C", siempre y cuando esta última no superara el 30% de dicho capital. Esta reforma se centraría en el concepto de *capital adicional*, representado por la serie "L" o *de libre suscripción* y que se emitiría hasta por el 30% del capital ordinario. Asimismo, los adquirentes de las acciones tendrían los *derechos patrimoniales*¹¹² y el *derecho de voto*¹¹³ [Cabello, 1999: 237].

El 17 de mayo de 1993, se envió al Congreso de la Unión una nueva iniciativa de reforma, en la que figuraban las reformas a las siguientes leyes: LIC, LRAF, LMV, LGOAAC, *ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros* y la *ley Federal de Instituciones de Fianzas*. Los objetivos generales de estas reformas a las leyes anteriores eran el fomento de la competitividad entre los intermediarios financieros, así como facultarlos para que realizaran nuevas actividades. De igual forma, se buscó homologar los regímenes aplicables (saneamiento, procedimientos administrativos o redefinición de infracciones y delitos) a estos integrantes del SFM [Cabello, 1999: 238].

¹¹² Todo derecho relacionado con el cobro de los dividendos de la empresa: de liquidación y de amortización.

¹¹³ Referente al derecho corporativo.

Por otra parte, en dicho paquete de las reformas financieras, se propuso modificar el artículo 28 constitucional, además de los artículos 73 y 123, ambos correspondientes a la legislatura del Banco de México. Esta propuesta fue publicada en el *DOF* el 20 de agosto de 1993, otorgando así la autonomía al Banco de México respecto de sus funciones, operaciones y administración, teniendo como objetivo principal la vigilancia y control del circulante (poder adquisitivo de la moneda nacional).

En cuanto a su legislación, el gobierno "sugería" la premisa de sostener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda y el sano desarrollo del SFM.

En el marco financiero negociado en el TLCAN, y ante la necesidad de modificar el marco legal del SFM se publicaron en el mismo año, nuevas reformas financieras; entre ellas destacaron la adición de un nuevo capítulo aplicable a las filiales de aquellas instituciones financieras del exterior y se anexaron medidas tendientes a la aplicación general para las Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito y Casas de Cambio, para brindar mayor seguridad al inversionista. De igual forma, se dispuso que la emisión de obligaciones subordinadas y demás títulos de crédito, ya sea en serie o en masa, debían ser convertibles a capital y hacer valer dicha(s) emisión(es) en una *Sociedad Calificadora de Valores*,¹¹⁴ así como prohibir aquéllas referentes a acciones preferentes o de voto limitado [Cabello, 1999: 242].

En cuanto a la LMV se refiere, las adiciones se centraron en las disposiciones que permitirían el acceso directo de los intermediarios financieros del exterior (las cuales serán mencionadas más adelante).

2.4 Sistema Bursátil Mexicano

En el entorno bursátil de este periodo, puede apreciarse que la liberalización y desregulación propiciaron un crecimiento de la economía mexicana; no obstante, este crecimiento fue arriesgado, ya que se basó en inversiones especulativas; éstas estuvieron libres de restricciones y con altos niveles de rendimiento, además de no estar ligadas a la economía real.

¹¹⁴ Entidad constituida como sociedad anónima, que puede o no ser de capital variable. Tiene la función de valorar el precio de las acciones de cualquier empresa en el mercado de deuda.

El crecimiento de la BMV estuvo asociado con dos aspectos principales: un crecimiento importante durante varios años que ocasionó un incremento en el mercado accionario de gran importancia, inversiones extranjeras masivas resultantes de las privatizaciones inducidas. Para 1994, se presentó el desplome de estas tendencias debido a la falta de bases sólidas que las sustentaran.

Ante estas características de crecimiento liberalizado del entorno bursátil y a la falta de capacidad de la CNV y en general de los organismos reguladores de esta actividad, fue imposible controlar las tendencias negativas del mercado.

Debemos destacar que la CNV avaló la inversión que no estaba destinada a apoyar proyectos de inversión real para las empresas, sino para la adquisición de deuda de las mismas, con el propósito de incrementar su participación en el mercado.

2.4.1 Estructura del Mercado de Valores: 1993



Fuente: Cabello, 1999: 193.

Parte importante de la intermediación financiera en México ha sido el mercado de valores, que a partir del gobierno de Salinas de Gortari y con los acelerados procesos de desregulación y liberación la estructura de este mercado se modificó radicalmente.

El mercado de valores ha actuado como intermediario especializado de primera instancia para canalizar a las entidades deficitarias (empresas y gobierno) con las entidades superavitarias (inversionistas).

Sin embargo, lo más destacable en este periodo fue su vertiente hacia el mercado de capitales¹¹⁵ asociado al financiamiento de proyectos a largo plazo; sobre todo porque se convirtió en el principal sector de la globalización financiera en México.

Las modificaciones a las cuales se sometió el entorno bursátil mexicano desde 1989 hasta finales de 1993 fueron encabezadas por la creación de nuevos participantes en el mismo, como son: el inversionista extranjero, las calificadoras de valores y la figura del *especialista bursátil*¹¹⁶ [Cabello, 1999: 197].

Al mismo tiempo, la *ley del Mercado de Valores* recibió adecuaciones importantes para la promoción y protección del inversionista, además de la simplificación de los procedimientos de operación de valores. Por otra parte, se promovió la autorregulación de algunas entidades regulatorias, en este punto, la Comisión Nacional de Valores (CNV) recibió atribuciones relegadas a la supervisión prudencial de sanción y castigo a la no observancia de los lineamientos de la ley.

2.4.2 Reformas a la Ley del Mercado de Valores

Los efectos en la reforma legal del mercado de valores, se centraron en su sano y eficiente funcionamiento, una adecuación al nuevo entorno económico y financiero, y su correcta articulación con el sector bancario. Todos estos objetivos enmarcaron el planteamiento del proceso de modernización y desarrollo financiero de 1988-1993.

Bajo estas consideraciones, el proceso emprendido para alentar al mercado de valores se basó en: i) la eliminación de leyes que mermaban su desarrollo; ii) la creación de un

¹¹⁵ Es aquel en el cual se negocia con capitales o valores de mediano y largo plazo (vencimiento mayor a un año), en préstamos o empréstitos, así como en compra-venta de acciones y participación en sociedades mercantiles.

¹¹⁶ El artículo 32 bis de la LMV señala las actividades de los *especialistas bursátiles*, definiéndolos como intermediarios que actúan por cuenta propia respecto de los valores de que sean socios, en los términos que la misma ley indique; serán regulados por la CNV.

marco legal que promoviera la transparencia y protección contra el riesgo inherente al mercado; iii) la promoción de su crecimiento y eficiencia, y iv) el fomento de su apertura a las fuentes de financiamiento externas.

Con el paquete de reformas emitido el 28 de diciembre de 1989 (después del crac de 1987) se aprobaron las modificaciones a la *ley del Mercado de Valores*, la cual regula las actividades de la banca de inversión, de las casas de bolsa, los intermediarios bursátiles y a las operaciones que éstos lleven a cabo.

De esta forma se autorizó a las casas de bolsa como una organización facultada para realizar las funciones de: dirección general, administrativa, apoderados para tener trato con el público inversionista; como operadores de piso y análisis bursátil; siendo ésta una de las principales razones de su institucionalización; mientras que a los agentes de bolsa se les restringió para actuar como intermediarios de valores, recibir fondos para realizar operaciones y brindar asesoría. Las casas de bolsa quedaron capacitadas para recibir y otorgar créditos, así como para realizar operaciones por cuenta propia y operar a través de sucursales [Cabello, 1999: 194]. Igualmente, se proponen modificaciones en cuanto a la creación de casas de bolsa *nacionales* en las que el gobierno participaría con el 50% o más del capital, y la autorización para que las mismas administraran fondos de pensiones y jubilaciones (antes dirigidos por fideicomisos). En su calidad de intermediarios, estas instituciones también realizarían actividades relacionadas con el crédito, ya que colocaban papel comercial, aceptaciones bancarias y obligaciones o manejaban depósitos al invertir recursos de sus clientes en instrumentos gubernamentales (CETES).

En relación con la IE, la LMV, fue normada para permitir a los inversionistas extranjeros hasta un 30% en el capital de las casas de bolsa con un límite de 10% sobre la tenencia individual de acciones [Cabello, 1999: 232].

La *ley de Sociedades de Inversión (LSI)*, se modificó con el objeto de desregular las operaciones de las mismas para simplificar los trámites administrativos para el pequeño y mediano inversionista.

Al mismo tiempo, el ámbito de supervisión, por parte de la CNV, también fue modificado para atraer una mayor cantidad de inversión extranjera y por ende, mejorar la imagen del mercado; no obstante, la ley no previno algún tipo de mecanismo que enlazara la IE de portafolio con la real, ni se establecieron regulaciones que impidieran la entrada o salida de capital especulativo.

En 1991, con la entrada en el marco legal financiero de las cajas de ahorro y el SAR, se colocó una importante entrada de recursos al mercado de valores.

En mayo de 1993, en conjunto con el paquete de reformas financieras para este año, se realizaron importantes modificaciones a la LMV, conteniendo la internacionalización del mercado de valores mediante el desarrollo de nuevos instrumentos y la modificación de su estructura para hacerla más eficiente; destacando la siguientes: la creación del *Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC)*,¹¹⁷ la regulación del concepto de *información privilegiada*, el reconocimiento del *Asesor de Inversión Independiente*,¹¹⁸ la creación del Fondo de Apoyo y Garantía del Mercado de Valores, y la regulación de los Sistemas Automatizados de Operaciones [Cabello, 1999: 239].

De igual forma, se realizaron ampliaciones al marco regulatorio de las Instituciones Calificadoras de Valores; se estableció que la CNV podría expedir las disposiciones relativas a la información que, de forma periódica, estas instituciones deberían proporcionarle, así como aquella que el público inversionista podría solicitarle. En este sentido, se estableció que cualquier información emitida que resultara “no veraz” implicaría la revocación de su licencia para operar.

Con relación a los valores extranjeros, la reforma dispuso hacer extensivos los servicios que prestaban los Institutos para el Préstamo de Valores, y se incluyeron como usuarios de los mismos a las entidades financieras del exterior. Igualmente, se permitió que los valores recibidos en depósito por dichos institutos se mantuvieran tanto en entidades bancarias del exterior, como en otras entidades de depósito centralizado cuya nacionalidad fuera mexicana o extranjera.

En lo referente a las casas de bolsa, las reformas a la LMV dispusieron que las actividades realizadas por las mismas se pudieran llevar a cabo con libertad en el mercado externo mediante sistemas automatizados de contabilidad y registro de operaciones bursátiles. Igualmente, se autorizó a las casas de bolsa a realizar actividades de fiduciaria con respecto a sus negocios vinculados directamente con operaciones propias.

En julio de 1993, se autorizaron operaciones de compra de acciones por parte de las sociedades emisoras, incluyendo a las casas de bolsa, con cargo a su capital social. En relación con las acciones que no tienen derecho a voto, y las de voto limitado, se unificaron los criterios para bancos y sociedades controladoras de grupos financieros,

¹¹⁷ Es un sistema paralelo a la BMV. Se conforma de emisoras nacionales que ofertan públicamente en el extranjero.

¹¹⁸ Persona física o moral autorizada por la CNV que puede hacer el manejo de carteras de valores, y el ofrecimiento o la prestación habitual de servicios de asesoría, supervisión y, en su caso, toma de decisiones de inversión a nombre de terceros.

tomando como base la legislación extranjera, se estableció un límite de 25% de capital social, considerando que para este tipo de acciones, específicamente las casas de bolsa y especialistas bursátiles podrían emitir sólo acciones serie "L" [Cabello, 1999: 240].

Otra cuestión importante, fue la propuesta de que los *consejos de administración*¹¹⁹ de las bolsas de valores se integrarían de manera paritaria: el número de consejeros que representen a las casas de bolsa y a especialistas bursátiles no debería rebasar el 50% del total, mientras que el 50% restante se integraría de consejeros independientes.

Con la reforma de diciembre de 1993, creada para satisfacer las necesidades de la puesta en marcha del TLCAN (1º de enero de 1994), se realizaron importantes modificaciones en la LMV encaminadas a permitir el acceso directo de intermediarios financieros del exterior al mercado de valores nacional, destacando la adición del capítulo *tercero bis*; el cual prevé un régimen general que permitiera la instrumentación del TLCAN, así como las futuras liberalizaciones que se negociaran a través de tratados comerciales con el exterior. Esta disposición abrió la posibilidad para que intermediarios extranjeros pudieran constituirse en México como filiales.¹²⁰

Durante 1994, se realizaron algunos ajustes al régimen que aplicaba las operaciones de *reporto*¹²¹ de las casas de bolsa, de tal forma que quedarían unificadas con aquellas llevadas a cabo por las instituciones de crédito. Al mismo tiempo, se definieron los límites permisibles para las variaciones derivadas de la cotización de la moneda nacional respecto a las divisas con el fin de proteger al capital de las casas de bolsas [Cabello, 1999: 243].

2.4.3 Desempeño del Mercado de Valores

En términos de valor de capitalización, la BMV registró un crecimiento entre 1988 y 1993; este crecimiento fue de alrededor de 13,784 millones de dólares; aunque después de

¹¹⁹ Conjunto de administradores que actúan como representantes legales de la empresa. Está conformado por 2 o más personas asignadas por los accionistas para la toma de decisiones. Deberán reunirse trimestralmente como mínimo; la convocatoria será mediante cédula o personal.

¹²⁰ Dos empresas son filiales cuando una e ellas, empresa matriz, tiene mayoría de votos sobre la otra. Filial, o bien ambas son subsidiarias de una tercera empresa.

¹²¹ Reporto u operación de recompra: Operación mediante la cual el "reportador" (comprador) cede una cantidad de dinero al "reportado" (vendedor) contra la entrega de títulos valor a un plazo determinado, comprometiéndose el reportador a devolver los títulos al reportado en la misma cantidad, serie y emisión, contra entrega del principal más un premio.

1994 esta cifra disminuyó considerablemente debido a la devaluación del peso frente al dólar americano el 20 de diciembre de 1994; la cual produjo tanto la caída en los precios de las acciones como la salida masiva de capitales extranjeros [ver cuadro 13].

CUADRO 13
TENDENCIAS DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO, 1988-1994
(Miles de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Número de empresas</i>	203	203	199	209	195	190	201
<i>Volumen de contratación</i>	13,784	22,550	37,725	98,178	139,061	200,671	129,850
<i>Valor Negociado</i>	5,732	6,232	12,212	31,723	44,582	62,454	84,102

Fuente: Cabello, 1999: 263.

Los valores negociados también mostraron una tendencia general creciente entre 1987 y 1993 de 15,554 millones de dólares para el primer año; mientras que en 1988 la cantidad de valores negociados disminuyó en 5,732 millones de dólares debido al crac del año anterior, cuando se presentó la gran caída de las bolsas internacionales, mejor conocida como el *crack del 87*: NY cae 25.3% en el último trimestre del año y la incertidumbre se reflejó en todos los mercados del mundo [Cabello, 1999: 262].

Frente a este marco internacional, México se encontraba en una situación complicada: el PIB per-cápita cayó hasta el 1.7% aún cuando el PIB global creció en 1.5%; al mismo tiempo, el déficit público se incrementó en 165.6%; sin que la intervención del FMI brindara desahogo a esta situación.

En el mercado bursátil mexicano, los precios eran exageradamente altos y actuaban de manera errática para 1987 y se observaba un mercado accionario de distribución,¹²² por lo que la caída estrepitosa de la BMV, se debió a una gran cantidad de operaciones de margen y de futuros.

El auge internacional de los mercados accionarios (sobre todo el norteamericano), también tuvo efectos sobre México: el 19 de octubre de 1987 (*lunes negro*) el índice Dow Jones de la Bolsa de New York cayó 508 puntos porcentuales, afectando la recuperación

¹²² Ocurre cuando el precio de las acciones es alto e ingresan al mercado muchos compradores, las pérdidas se distribuyen, ya que el precio cae posteriormente

de la economía mexicana con una disminución del IPC de 74% en 28 días de operación [Heyman, 1998: 88].

El año de 1988, en medio de la crisis, el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores, cayó en enero hasta los 86,606.75 puntos, cuando la valuación de las empresas pagaba alrededor de 6 veces las utilidades al inicio del año; es decir, México se situó como un mercado de acumulación.¹²³ No obstante, el IPC se recuperó al cerrar el año en 211,537.78 puntos, primera ganancia desde enero. Este año se realizó la última colocación de Petrobonos el 25 de abril de 1988, con vencimiento el 25 de abril de 1991, por un total de 800 mil millones de pesos. Cada uno de estos títulos estaría respaldado por 0.29226947 barriles de petróleo al precio de 15 dólares por barril [Cabello, 1999: 265].

Al iniciar el año de 1989, el IPC abrió en 209,699 puntos, alcanzando los 443,029 puntos el 11 de octubre para bajar hasta los 368,021 puntos el 13 de noviembre y cerrar el año con 418,925 unidades. El comportamiento de la BMV mostraba la volatilidad de los mercados internacionales, presentando grandes oportunidades a la especulación, con un total de 35 billones de operaciones por 778,813 millones de pesos; concentrándose en los CETES (85.28%).

Un aspecto importante de este año, fue el hecho de que las tasas de interés, que se habían mantenido por demás elevadas, se reprodujeron a partir del anuncio de la reestructuración de la deuda externa; por consiguiente, el rendimiento de los CETES se redujo de 51.55% en la primera colocación del año a 46.48% para 20 de julio, y a 34.60% el 28 de julio; esta situación confirmó el hecho de que México no necesitaba mantener tasas de interés tan altas para atraer capital extranjero.

El mercado bursátil fue prolífero en la aparición de nuevos instrumentos de captación de ahorro, tales como los bonos Bancarios de Desarrollo, colocados con una emisión de 20,400 millones de pesos (Serfin); los bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos) instrumento denominado en dólares al tipo de cambio libre; y los bonos Ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos) instrumento indizado al IPC.

Durante 1990, el comportamiento de la BMV fue igualmente especulativo, abriendo en el mes de enero con 417,419 puntos porcentuales y subiendo a 685,215 el 25 de julio, lo que significa una ganancia de 64% en 7 meses. Posteriormente, en conjunto con la tendencia mundial, el IPC se desplomó hasta los 513,677 unidades el 28 de septiembre del mismo año, con una pérdida del 25% en 2 meses, caída que no fue posible contener

¹²³ Las noticias son malas y el dinero "listo" aprovecha para invertir. al dinero "tonto" se deshace de los valores que posee para tratar de rescatar lo que queda

ni con la disminución en el rendimiento de los CETES de enero (41.3%) a septiembre (30.17%). Este comportamiento tiene origen en dos acontecimientos centrales: el alza de los precios del petróleo derivado de la invasión de Irak a Kuwait, y a la crisis económica de los Estados Unidos.

A finales de 1991, se introdujeron al mercado de valores mexicano una amplia gama de productos derivados (futuros, forwards, opciones, warrants y swaps) con el fin de apoyar la disminución de la volatilidad creciente del mercado subyacente, además de incrementar la formación de capital necesaria para la competencia de recursos financieros en el mercado internacional. Así, en 1991 la CNV, la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa (AMCB), la BMV y una firma consultora del exterior, realizaron un estudio de factibilidad sobre la instrumentación de opciones en México. La primera fase del proyecto aprobó la introducción de *warrants*¹²⁴ o *títulos opcionales*.¹²⁵ Posteriormente, en enero de 1993 se creó el *Comité de Productos Derivados*, constituido por la CNV, la BMV y la AMCB, organismo que estuvo a cargo de la puesta en marcha del plan de trabajo.

Desde finales de 1989 a 1993, la inversión extranjera tuvo gran importancia en el mercado de valores mexicano como consecuencia de la apertura comercial, por lo que esta inversión siempre tuvo una tendencia creciente [ver cuadro 14].

CUADRO 14

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE PORTAFOLIO EN MÉXICO, 1989-1994

(Millones de dólares)

Año	INVERSIÓN ANUAL			INVERSIÓN ACUMULADA			Ganancia de Capital
	Total	Directa	Mercado de Valores	Total	Directa	Mercado de Valores	
1989	2,913.70	2,499.70	414.00	27,001.10	26,587.10	808.00	1.95
1990	4,978.40	3,722.40	1,256.00	31,979.50	30,309.50	4,079.50	2.44
1991	9,897.00	7,015.20	2,881.80	41,876.50	37,324.70	18,542.50	4.07
1992	8,334.80	5,705.10	2,629.70	50,211.30	43,029.80	25,668.00	4.05
1993	15,617.00	4,900.70	10,716.30	65,828.30	47,930.50	54,484.30	3.04
1994	12,110.10	8,026.20	4,083.90	77,938.40	55,956.70	34,395.70	1.56

Fuente: Cabello, 1999: 273

¹²⁴ Certificado de opciones por el que un suscriptor de una obligación tiene la posibilidad de adquirir un determinado número de acciones de la sociedad emisora de la obligación a un precio fijado de antemano, haciendo la emisión de obligaciones más atractivas para el suscriptor. La introducción de los *warrants* en el mercado de valores mexicano, entró en vigor a partir de septiembre de 1993.

¹²⁵ La normatividad de los mismos se encuentra en la circular 10-157 de la CNV.

Durante este periodo, la inversión de portafolio se concentró en ADR's,¹²⁶ aunque con una tendencia a disminuir, ya que en 1991 la inversión extranjera fue de 74.06% contra un 62.33% en 1993 y 61.53% en 1994 [ver cuadro 15]. Mientras que la inversión extranjera de cartera se distribuía no sólo en ADR's, sino también en el Fondo México, Acciones de Libre Suscripción y Fondo Neutro.

CUADRO 15

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE PORTAFOLIO EN MÉXICO, 1989-1994

% de Participación

Año	INVERSIÓN ANUAL			INVERSIÓN ACUMULADA		
	Total	Directa	Mercado de Valores	Total	Directa	Mercado de Valores
1989	100	86	14	100	98	2
1993	100	31	69	100	73	27
1994	100	66	34	100	72	28

Fuente: Cabello, 1999: 273

Por su parte, la inversión extranjera en el mercado de capitales mexicano se concentró en algunas compañías, lo que significa la estrechez de este mercado y la definición de las políticas financieras salinistas, las cuales indican el beneficio hacia una pequeña parte del sector; lo que a su vez propone nuevos vínculos del sector financiero con los grupos o conglomerados empresariales más poderosos. Esta situación restringió aún más la disponibilidad de recursos financieros, perpetrando así graves errores en las reglas básicas de cualquier mercado de valores: *la correcta asignación de recursos entre las empresas deficitarias.*

Algunas de las empresas que se vieron más favorecidas por esta situación fueron Telmex "L", Grupo Carso "A1", Televisa "CPO", Cifra "B" y "C", y Cemex "B"; las cuales representaron en su conjunto 20.12% del total de la inversión extranjera en ADR's [Cabello, 1999: 268].

Otro hecho importante que compromete la concentración de los recursos se refiere a la privatización de las empresas públicas, ya que el gobierno acudía al mercado accionario para apoyar el desarrollo de las empresas paraestatales mediante la emisión de deuda soberana. Sin embargo, debido a la minimización de la intervención estatal en la

¹²⁶ ADR's (American Depositary Receipts): fórmula usual de representación de valores extranjeros en las operaciones de compra-venta en las Bolsas de estados Unidos

economía, la BMV se convirtió en uno de los mecanismos de privatización paraestatal más importantes en México; claro ejemplo de esto fue que en 1992 el gobierno se hizo dueño de certificados de Aportación Patrimonial "A" (CAPS) y de Telmex "AA".

Todo lo anterior, revela que el valor de mercado de la inversión extranjera de portafolio tiene un auge durante este periodo; no obstante, podemos decir que no muestra los verdaderos canales de distribución a los cuales se dirigió esta inversión.

Al mismo tiempo, la liberalización y desregulación del mercado de valores provocó una tendencia creciente de la deuda interna; siendo sus principales tenedores la banca privada, el banco central, los residentes en el extranjero, las empresas nacionales, particulares y casas de bolsa.

En 1993 los CETES se ubicaron como el instrumento más importante entre el público inversionista, representando un total del 59.2% del total del mercado de dinero, del cual los principales tenedores del título serían residentes en el exterior con un total de 22,095 millones de dólares. Esta situación modificó el carácter de deuda interna a externa, debido a esencia de obligación con extranjeros y su cambio de moneda.

México captó un total de 18 mil millones de dólares entre 1991 y 1993; esta entrada de capital extranjero se volcó en CETES, los cuales aumentaron de un 8% en 1990 a un 57% en los últimos meses de 1993; mientras que los precios de las acciones se multiplicaron más de cuatro veces entre 1990 y 1994 [Cabello, 1999: 275].

Todas estas tendencias revelan importantes fallas en las políticas de liberalización y desregulación del mercado emprendidas durante este periodo, como la transformación de la deuda y la eliminación del financiamiento gubernamental inflacionario, reemplazándolo por operaciones del mercado; lo que resultó ser únicamente un reemplazo por un financiamiento comprometido con las reservas nacionales del Banco de México, convirtiéndolo en el principal prestamista del gobierno desencadenando un proceso devaluatorio; ya que los instrumentos estaban denominados en moneda nacional y avalados por las reservas que garantizaban la libre convertibilidad del peso frente al dólar, sin que la CNV impusiera regulación alguna para detener las burbujas especulativas que desembocaron en la crisis de 1994.

2.4.3.1 Vinculación con Mercados Internacionales

El retorno de México a los mercados financieros internacionales a partir de 1990, tuvo dos efectos importantes que impactaron de manera inversa al desarrollo de la reforma económica. Por un lado, este retomo permitió que un conjunto de grandes conglomerados industriales y comerciales, privados y nacionales tuvieran acceso al financiamiento en condiciones de reestructuración mediante ADR's y poder captar fondos en Estados Unidos. Este flujo de capitales hacia México respondía a una combinación de factores financieros internacionales y estrategias seguidas por los mismos grupos financieros locales, y finalmente, por el entorno financiero creado por el gobierno para atraer inversión extranjera, lo que en conjunto generaba una situación financiera frágil, volátil y de alta dependencia al mercado de valores estadounidense.

La diferencia entre la capitalización del mercado y el valor negociado el mercado de valores de México en relación con el de Estados Unidos era enorme, ya que para 1993 existían 190 compañías enlistadas en la BMV contra 7,608 en la bolsa estadounidense, por lo que la diferencia puede ser comparada a escala.

Al mismo tiempo, las tendencias anteriormente revisadas demuestran que los procesos de liberalización y desregulación generaron un crecimiento acelerado en el mercado bursátil mexicano contra el resto de los mercados emergentes. No obstante, este efecto no se reflejó en la economía real ni en la inversión productiva mexicana [ver cuadro 16].

CUADRO 16

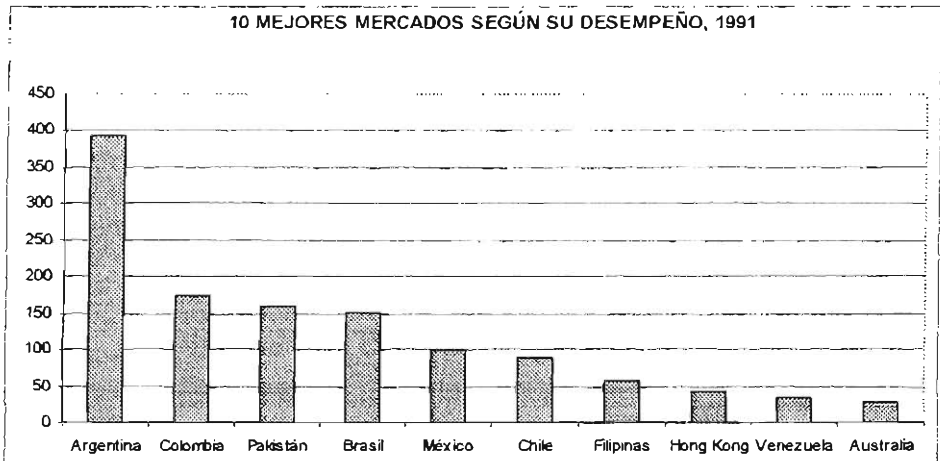
MERCADO DE VALORES MEXICANO FRENTE A ESTADOS UNIDOS
(Millones de dólares)

	MÉXICO				ESTADOS UNIDOS			
	1991	Lugar	1993	Lugar	1991	Lugar	1993	Lugar
VAR % IPyC	103	6	47.9	22	27.2	13	7	61
VAR % Rendimientos	107	6	50.7	16	31	14	10	3
Rotación %	48	8	37	29	62	5	72.2	12
Capitalización del Mercado (1)	98	14	201	12	4,180	1	5,224	1
Valor negociado	31,723	15	62,454	17	2,255	1	3,507	1
# de Cuentas (2)	209	24	190	26	6,742	1	7,608	1
(1)/(2)	470	8	1056	4	620	3	687	11
Concentración del Mercado	55	5	62	13	15.4	27	-	-

Fuente: Cabello, 1999, 271.

La desregulación financiera contribuyó a la colocación del mercado de valores de México como uno de los principales mercados bursátiles emergentes del mundo, ocupando en 1991 el quinto lugar en ganancias de capital y el sexto en cuanto a rendimiento total de entre 70 mercados internacionales [ver gráfica 4].

GRÁFICA 3



Fuente: Cabello, 1999: 273

Estos rendimientos ascendieron al 103 y 107.3% respectivamente; mientras que el mercado mexicano de capitales resaltó su desempeño en 1993, en cuanto a la razón de rotación,¹²⁷ México ocupó la posición 29, y según la capitalización total, el mercado de capitales mexicano se ubicó como el decimosegundo mercado más importante del mundo con un valor de 200 671 millones de dólares; cantidad que significó el 12.26% de los mercados emergentes y el 1.42% del mercado total mundial para 1993. Estos porcentajes hacen una gran diferencia contra los resultados de 1989 y 1990, cuando la participación porcentual del mercado mexicano de valores apenas representaba un 3.05% y 0.19% respectivamente.

La llegada masiva de capitales externos fue motivo de polémica durante todo el periodo, ya que desde el punto de vista de las autoridades mexicanas este ahorro mostraba la confianza de los inversionistas en el mercado de valores mexicano. Sin embargo, el

¹²⁷ Valor de las acciones negociadas entre el promedio de la capitalización anual.

incremento en el déficit fiscal y externo generaba fenómenos complejos, ya que no solo representaba la posibilidad de que las grandes empresas accedieran al financiamiento externo, sino que provocaba impactos macroeconómicos que condicionaron todo el proceso de la reforma económica hasta la crisis de diciembre de 1994 [ver cuadro 17].

CUADRO 17

VOLUMEN DE CONTRATACIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS DEL MUNDO, 1994
(Miles de dólares)

	<i>Volumen de Contratación</i>		<i>Volumen de Contratación</i>
NYSE	5.578	Osaka	223
NASDAQ	4.482	Milán	203
Londres	1.989	Chicago	198
París	1.414	Sao Paulo	191
Taiwan	1.309	Corea	171
Francfort	1.067	Australia	171
Tokio	869	Amex	165
Zurich	570	Singapur	74
Hong-Kong	454	México	55
Madrid	424	Copenhague	47
Toronto	305	Bruselas	34
Amsterdam	281		

Fuente: Martínez Abascal, 1999: 28.

Capítulo III

Crisis Bursátiles Mundiales: 1994-2002

3.1 Entorno Internacional

La economía mundial, durante el periodo de 1994 a 1999, se vio afectada por las crisis financieras de México, en 1994-1995 y su consecuente efecto de contagio en Argentina; la sufrida en el sudeste asiático, en 1997-1998; la ocasionada por la moratoria rusa, en agosto de 1998; la crisis del real brasileño, en septiembre del mismo año; y la posterior desaceleración de la economía estadounidense. Sin embargo, la mayoría de las economías desarrolladas experimentaron una notable recuperación hacia finales del siglo. Ante este entorno de crisis, el FMI adoptó varias iniciativas para fortalecer el sistema monetario internacional; las cuales fueron presentadas en el mes de abril de 1998, basándose en cinco puntos principales: i) el afianzamiento de los sistemas financieros internacionales y nacionales; ii) la intensificación de la supervisión de los mismos; iii) la promoción de una mayor transparencia y un mejor acceso a la información sobre la economías y las políticas de los países miembros; iv) la ratificación del desempeño de este organismo ante las situaciones de crisis, y finalmente, v) una mayor participación del sector privado en la prevención de las mismas.

Otro aspecto de gran importancia, el cual se presentó el 1º de enero de 1999 fue la puesta en marcha del *euro*, la moneda común de los 11 países miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El 31 de diciembre de 1998 el FMI anunció que incorporaría el euro a las cestas de valoración del DEG y de cálculo de la tasa de interés del mismo; de igual forma, el 22 de diciembre de 1998, el FMI confirmó la calidad de observador al Banco Central Europeo (BCE) [Stiglitz, 2002: 27].

El FMI reemplazó las cantidades de marcos alemanes y francos franceses que integraban la cesta de valoración del DEG por su equivalente en euros, utilizando las tasas de conversión fijas entre el euro y las monedas de estos países. Mientras que las monedas de Estados Unidos, Japón e Inglaterra continuarían (hasta la fecha) integrando la cesta.

La inclusión del euro en la cesta no modificó el valor del DEG con respecto a las monedas que lo integran, lo cual tampoco modificaría los instrumentos financieros que componían la cesta de cálculo de la tasa de interés del DEG: ¹²⁸ sin embargo, a partir del 1º de enero de 1999 los instrumentos correspondientes a Francia y Alemania se expresarían en euros ¹²⁹ [ver cuadro 18].

CUADRO 18

CANTIDAD DE MONEDA POR DEG

<i>Moneda</i>	<i>Cantidad</i>
Euro (Francia)	0.1239
Euro (Alemania)	0.228
Yen (Japón)	27,200.0
Libra esterlina (Inglaterra)	0.105
Dólar (Estados Unidos)	0.5821

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Boletín Anual*, 1999.

En mayo de 1999, el FMI y el Banco Mundial iniciaron el *Programa de Evaluación del Sector Financiero* (PESF), una tarea que realizan en forma conjunta, para identificar elementos de fortaleza, riesgo y debilidad en los sistemas financieros nacionales, y para determinar su desarrollo y de evaluar las necesidades de asistencia técnica. Utilizado hasta ahora en más de 24 países, el PESF pretende alcanzar a otros 24 países por año, dándose preferencia a los que más repercuten en la buena salud del sistema financiero mundial [Stiglitz, 2002: 31].

Por otra parte, las crisis financieras suscitadas durante el periodo de 1994 a 1999, han estado ligadas a incompatibilidades entre el régimen cambiario y otras medidas de política económica. En los debates sobre temas de arquitectura financiera, se ha prestado atención a la tendencia que muestran los países a adoptar "soluciones extremas", es decir, un régimen de flotación libre o un vínculo cambiario muy firme. La experiencia

¹²⁸ La tasa de interés del DEG se determina semanalmente como el promedio ponderado de las tasas de interés de estos cinco instrumentos utilizando ponderaciones que reflejan el valor de las cantidades de cada moneda indicadas anteriormente.

¹²⁹ De conformidad con la decisión vigente sobre la cesta de valoración del DEG, la próxima revisión de dicha cesta, y de la cesta de cálculo de la tasa de interés del DEG, se efectuaría a más tardar en el año 2000 y toda modificación surtiría efecto a partir del 1 de enero de 2001.

demuestra que las soluciones que se sitúan entre estos dos extremos, como el vínculo ajustable o la flotación dirigida, requieren medidas de respaldo para ser sostenibles. Incluso así, los vínculos cambiarios pueden verse sometidos a fuertes presiones debido a los movimientos de capital si éstos se han liberalizado sin una preparación adecuada, y un orden bien establecido. Como se ha visto recientemente, puede resultar muy costoso ya sea defender un vínculo cambiario o verse obligado a abandonarlo ante un desorden.

A la luz de estas circunstancias, el FMI ha asesorado a los países miembros que elijan el régimen cambiario que mejor satisfaga sus necesidades, dadas las características y condiciones de su economía y el estado de desarrollo institucional. Independientemente del régimen cambiario que elija un país, es la firmeza de las medidas fundamentales y de las instituciones lo que ha decidido, en última instancia, el crecimiento sostenido y la estabilidad financiera.

No obstante, el segundo semestre del 2000 significó una desaceleración en el crecimiento de las economías rectoras; no solamente a causa de la elevación de costos, producida por los altos precios del petróleo, sino también por fuerzas al interior de dichas economías; tal es el caso de la oleada de privatizaciones de áreas estratégicas de todo el mundo [Stiglitz, 2002: 138].

El año 2001 estuvo caracterizado por un deterioro progresivo de las expectativas de crecimiento mundial; las incertidumbres, reflejadas en el descenso de los precios bursátiles y de la confianza de los agentes económicos, se agudizaron tras los atentados terroristas del 11 de septiembre en Estados Unidos. En el conjunto del año, el crecimiento mundial se situó en 2.4%, la mitad que en 2000 y el mínimo desde el comienzo de la década de los noventa. Por su parte, el comercio, tras un año de crecimiento excepcional, experimentó en 2001 el menor crecimiento de los últimos veinticinco años.

Los trágicos atentados a las torres gemelas del World Trade Center y al Pentágono, produjeron una decisiva modificación del escenario internacional. La respuesta del presidente George Bush Jr. ante el ataque comenzó con el bombardeo a Manslava en Afganistán.

Tras la desaceleración experimentada por la economía y el comercio mundiales, en 2002 inició la recuperación de la actividad aunque con comportamientos diferenciados entre economías. El crecimiento de este año no resultó muy diferente al de 2001, pero con un perfil distinto; es decir, creciente a medida que se recuperaba la economía estadounidense y se reactivaba el comercio internacional.

Este año arrancó con incertidumbres importantes; las principales preocupaciones se centraron en la situación de la economía argentina, la debilidad del sistema financiero japonés y la reversión del proceso de recuperación de la confianza de empresarios y consumidores en Estados Unidos. No obstante, este año también empezó con bases sólidas para la recuperación: las *políticas económicas expansivas* llevadas a cabo en los países industrializados -principalmente en Estados Unidos-; así como los bajos precios del petróleo, mismos que favorecieron la recuperación de la actividad, aunque en algunas economías siguieron presentando problemas como consecuencia de la diferente actuación de dichas políticas económicas en los países [ver cuadro 19].

CUADRO 19
COMPETITIVIDAD MUNDIAL, 2001-2002
%

País	Índice de Competitividad del Crecimiento		Índice de Competitividad Microeconómica	
	2002	2001	2002	2001
Estados Unidos	1	2	1	2
Finlandia	2	1	2	1
Taiwán	3	7	16	21
Singapur	4	4	9	9
Canadá	8	3	10	12
Reino Unido	11	12	3	7
Japón	13	21	11	10
Alemania	14	17	4	4
Hong Kong	17	13	19	18
Israel	19	24	18	17
Chile	20	27	31	29
Corea	21	23	23	26
España	22	22	25	24
Malasia	27	30	26	37
Tailandia	31	33	35	38
China	33	39	38	43
Italia	39	26	24	23
Uruguay	42	46	62	45
Costa Rica	43	35	39	48
México	45	42	55	52
Brasil	46	44	33	30
Argentina	63	49	65	54
Rusia	64	63	58	56
Venezuela	68	62	72	67
Bangladesh	74	71	74	73

Fuente: World Economic Found, *Informe de Competitividad Mundial*, 2002

A principios de mayo de 2002, y con el final del conflicto bélico en Irak, los *riesgos geopolíticos* disminuyeron y la confianza de los agentes económicos experimentó un avance; mientras que los precios del petróleo se orientaban a la baja y los mercados bursátiles proseguían la recuperación iniciada a mediados de marzo.

A pesar de la mejora del ambiente económico general, los indicadores de actividad económica de mayo y junio (PIB, tasas de interés e inflación) volvieron a caer, al tiempo que comenzó a considerarse que el peligro deflacionista no se gestaba sólo en Japón, sino que era una amenaza potencial, aunque todavía lejana para las grandes economías como Estados Unidos o Alemania.

Ante esta situación, las autoridades monetarias, a uno y otro lado del Atlántico, realizaron una nueva rebaja del precio del dinero con el objeto de impulsar la actividad. Así, en junio la Reserva Federal recortó en un cuarto de punto el tipo de cambio objetivo de los fondos federales para quedar en 1%; mientras que el BCE lo hizo en medio punto, situándolo el 2%, a lo que en el mes de julio se sumaría el Banco de Inglaterra, con un descenso de un cuarto de punto, hasta el 3.5 por ciento [Stiglitz, 2002: 151].

No obstante, a lo largo del 2002, los *datos de la economía estadounidense*, mostraron un desarrollo positivo en la actividad económica, lo que parece apuntar a que la recuperación estaba ganando dinamismo; también en Japón las señales fueron más optimistas. Mientras que en la zona euro permaneció en una situación de actividad débil, aunque los indicadores mostraron algunos avances esperanzadores.

En términos globales, en el transcurso del 2002 se produjo una mejoría gradual, la cual se consolidó a principios de 2003, impulsada por el estímulo proveniente del ámbito monetario y, en numerosos casos, también de una política fiscal expansiva.

3.1.1 Ciclo Económico Mundial

El crecimiento económico mostrado por los países desarrollados, durante la segunda mitad de la década de los noventa, fue prácticamente el mismo que en 1995 (2.5%); sin embargo, las tasas de crecimiento revelaron un comportamiento bastante disparejo en el conjunto de la economía mundial.

Tenemos que, durante 1996 y principios de 1997 se observaron pocas señales de las tensiones que normalmente presagian una fase descendente del ciclo económico; ya que

la inflación se mantuvo en niveles moderados en los mercados desarrollados, tendencia que siguió descendiendo en los emergentes.

La mayoría de los países industriales que se encontraban en una etapa relativamente avanzada del ciclo económico siguieron registrando crecimiento. En Estados Unidos, el crecimiento vacilante de 1995 dio paso a una expansión más sólida en 1996, lográndose una tasa de crecimiento económico del 2.5% [Stiglitz, 2002: 142]. Este resultado obedeció, en parte, a la reducción de las tasas de interés dispuesta anteriormente, y al fortalecimiento de la confianza de los consumidores, reflejo de una dinámica creación de empleo y de la inexistencia de desequilibrios macroeconómicos de fondo.

La tasa de desempleo, que se había mantenido en un nivel ligeramente superior al 5.5% a fines de 1994, cayó a alrededor del 5.4% a mediados de 1996 y posteriormente se mantuvo cerca de ese nivel, hasta que en abril de 1997 descendió hasta un nivel escasamente inferior al 5 por ciento [Mántey y Levy, 2000: 157].

En 1997 se gestó la crisis financiera asiática, hecho de mayor trascendencia en la evolución de la economía mundial durante este año. Esta crisis estalló en julio de 1997 en Tailandia cuando, tras varios episodios de presiones sobre los tipos de cambio y de pérdida de reservas, las autoridades desvincularon el *baht* tailandés del dólar estadounidense. A su vez, ésta desvinculación forzosa de la moneda puso en tela de juicio la viabilidad de los regímenes cambiarios de otros países. Pronto se sintieron los efectos secundarios en otros países de la región, sobre todo en Indonesia, Malasia y Filipinas, poniéndose de manifiesto deficiencias estructurales en estas economías. Las medidas adoptadas para reducir la liquidez en Indonesia no lograron frenar las crecientes presiones sobre el mercado de divisas y las autoridades permitieron la flotación de la "rupia" a mediados de agosto de 1997. La situación se deterioró notablemente en los dos meses siguientes y los efectos secundarios se propagaron a otros países.

Las fuertes presiones a las que se vio sometido el dólar de Hong Kong, en octubre, dieron lugar a un fuerte incremento de las tasas de interés, seguido de un acusado descenso del mercado bursátil. Tras el ataque contra el dólar de Hong Kong, los precios de las acciones sufrieron una caída, como consecuencia de la pérdida de confianza en el futuro de la economía y de las dificultades cada vez mayores que encontró el sector financiero para renovar los préstamos externos.

Después de los esfuerzos desplegados para defender el *won* las autoridades coreanas ampliaron la banda de fluctuación diaria del 4.5 al 20% a finales de noviembre y, posteriormente, solicitaron respaldo financiero del FMI [Mántey y Levy, 2000: 168]. La

economía de estos países sufrió un fuerte deterioro, con reducciones en su crecimiento, aumentos en el desempleo económico, quiebras de bancos nacionales y cierres de empresas; esto aunado, en algunos casos, a movimientos y conflictos sociales y políticos. El PIB de Corea del Sur cayó 5.8% en 1998, mientras que la tasa de desempleo pasó de 2 a un 8.1% en marzo de 1999. En Tailandia, la caída del PIB para el año de 1998 fue de 10% anual, y en Indonesia se registró un descenso de 13.7 por ciento [ver cuadro 20]. Todos estos sucesos, tuvieron fuertes repercusiones en el resto de las economías mundiales, inclusive la norteamericana.

CUADRO 20

VARIACIÓN DEL PIB, 1990-1999

%

	1990-95	1996	1997	1998	1999
Tailandia	9.0	5.5	-1.8	-10.4	4.1
Malasia	9.8	8.6	7.5	-7.5	5.4
Indonesia	8.0	7.8	4.7	-13.2	0.2
Filipinas	2.3	5.8	5.2	-0.5	3.2
Corea del Sur	7.8	7.1	5.0	-6.7	10.7
Taiwán	6.4	5.7	6.7	-5.1	5.7
Hong Kong	5.0	4.5	5.0	-4.6	2.9
Singapur	8.6	6.9	8.0	-1.5	5.4

Fuente: Vilarriño, 2000: 58.

Los antecedentes a la crisis asiática, en estos países, se caracterizó por una fuerte tasa de crecimiento sostenido -principalmente en el sector exportador-, con resultados importantes en la inversión como proporción al PIB; en conjunto con un gran apoyo de los gobiernos de la zona. Estas estrategias han sido conocidas como: *el milagro asiático* [ver cuadro 21].

CUADRO 21

RAZÓN INVERSIÓN A PIB, 1990-1999
(Porcentaje)

	1990-95	1996	1997	1998	1999
Tailandia	41.0	41.7	33.2	26.1	26.8
Malasia	37.5	41.5	42.9	26.7	23.7
Indonesia	31.3	30.7	31.8	19.1	11.6
Filipinas	22.4	23.1	24.9	20.4	18.8
Corea del Sur	36.8	38.4	34.2	21.2	26.8
Taiwán	24.0	21.2	24.2	24.9	24.4
Hong Kong	29.6	32.1	34.6	29.7	25.4
Singapur	34.9	35.3	38.7	33.5	32.7

Fuente: Vilarriño, 2000: 59

Las repercusiones de esta crisis sobre América Latina no se hicieron esperar [ver cuadro 22], y en agosto de 1997, 15 días después de la devaluación del *bath* se pronosticaba la caída del mercado brasileño, debido a su tipo de cambio sobreapreciado; a partir de ese momento la presión con altibajos se mantuvo; no obstante, en enero de 1999 el *Real* brasileño se devaluó.

CUADRO 22

CRECIMIENTO ANUAL DE AMÉRICA LATINA, 1997-1999
%

	1997	1998	1999
América Latina	5.4	2.1	0.0
Argentina	8.0	3.9	-3.5
Brasil	3.8	0.0	0.5
México	6.8	4.9	3.5
Venezuela	6.6	-0.2	-7.0
Chile	7.0	3.1	-1.5
Ecuador	3.9	1.0	-7.0
Perú	5.6	0.1	3.0

Fuente: Vilarriño, 2000: 79.

En Brasil la inflación de los precios al consumidor se redujo al 4.4% en 1997, mientras que el crecimiento del producto se mantuvo en un nivel del 3% muy similar al del año anterior [Vilariño, 2000: 80]. Para hacer frente a los efectos secundarios de la crisis asiática, las autoridades adoptaron una política monetaria y una política fiscal mucho más restrictivas a finales del año, lo que permitió restablecer la confianza y frenar la brecha de las reservas de divisas.

El financiamiento externo de América Latina también se vio afectado, bajo la influencia de la crisis asiática, mermando así el proceso de privatización y liberalización de los mercados; traduciéndose en una crisis económica representada por la caída del producto per-cápita entre 1998 y 1999.

Las economías europeas, al igual que la norteamericana, sufrieron la crisis, aunque en menor medida. Poco después de las tensiones inflacionarias en la economía norteamericana, la crisis asiática pasó a ser un freno importante para el desmedido crecimiento de la misma, de tal forma que sustituyó a la política de aumento del tipo de interés que debía realizar la Reserva Federal; además de que la caída en los precios de las materias primas, y en especial el petróleo fomentaba el control de la inflación.

El crecimiento del producto mundial sufrió una desaceleración, de 4.4% en 1997 a un 2.2% en 1998 [Vilariño, 2000: 82], observándose los primeros indicios de recuperación a principios de 1999. De esta forma, el crecimiento fue bastante más débil que el alcanzado durante el período de 1994 a 1997. Esta desaceleración mundial (la cuarta en 25 años), obedeció principalmente a las crisis surgidas en las economías de mercados emergentes y a la recesión en Japón.

No obstante, el 17 de agosto de 1998, el gobierno ruso y su banco central anunciaban un importante paquete de reformas; el cual afectaba severamente los compromisos de pago privados adquiridos con los inversionistas extranjeros; este paquete se le llamó *moratoria rusa*. Dicho paquete contenía una serie de medidas de tipo de cambio sobre una parte de los activos públicos, cuyo vencimiento se ubicaba antes de 1999. Estas medidas tuvieron fuertes repercusiones en los mercados financieros internacionales, mientras que a nivel nacional, Rusia tuvo secuelas en toda su actividad económica.

Los aspectos de mayor relevancia dentro de la moratoria rusa se refieren a la política de vinculación del *rublo* con el dólar americano, como una medida antinflacionaria; con respecto a lo anterior, el gobierno ruso anunció un tipo de cambio anclado para obligarse a mantener la cotización de su moneda dentro de las bandas, que antes de dicho anuncio,

se ubicaban en 8.25 rublos por dólar, de manera que al devaluarse un 15% se fijaron en un límite inferior de 9.5 rublos por dólar

Al mismo tiempo, se establecieron controles a los movimientos de capitales a corto plazo, donde no se permitiría invertir a los no residentes en activos nominados en rublos con vencimiento menor a un año. Unilateralmente se declaró una moratoria de 90 días para el pago referente a deudas privadas de no residentes (empresas y bancos). La moratoria también alargaba el vencimiento de los títulos públicos denominados en rublos cuyo vencimiento fuera antes de 1999. Todas estas modificaciones fueron realizadas con el objeto de frenar la espiral inflacionaria y la apertura de los mercados financieros a los no residentes.

Como consecuencia de este hecho, se interrumpió la entrada de capital extranjero y la deuda de los bancos, empresas y gobierno denominada en divisas se incrementó fuertemente, el sistema interbancario de pagos se paralizó por más de un mes, la producción industrial cayó un 15% (anual) y la inflación se disparó llegando al 120% anual para finales de ese año.

Ante esta situación, la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó las tasas de interés entre 1999 y 2000, con el fin de suministrar liquidez a los mercados internacionales tras la crisis financiera rusa.

En Europa, el 1 de enero de 1999 entró en vigor la tercera fase de la UME, fecha en que los tipos de cambio bilaterales entre los países participantes fueron fijados definitivamente; es decir, no sólo se eliminaron las fluctuaciones cambiarias sino que se eliminó la posibilidad de hacer ajustes discretos a los tipos de cambio después de un periodo de inmovilidad [Stiglitz, 2002: 134].

Al mismo tiempo, los 12 países de la UE (incluyendo a España), adoptarían el *euro* como moneda propia, mientras que el BCE fungiría como organismo único a cargo de la política monetaria de la *zona del euro*.

Las medidas establecidas en el Tratado de Maastricht para la adopción del *euro* como moneda local fueron las siguientes:

1. Toda la deuda pública de los países de la UME sería negociada en euros, una vez convertidos los saldos de las monedas nacionales;
2. Las bolsas y mercados de renta fija empezarían a operar con la nueva moneda;
3. El BCE comenzaría a fijar la política monetaria de los países de la zona, con la entrada en funcionamiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales;

4. Todos los bancos, cajas y otras entidades financieras del continente deberían realizar sus operaciones en euros con el BCE, y ofrecer a sus clientes la posibilidad de operar indistintamente, en euros o en la moneda nacional;
5. Inició la publicación de *eunibor*,¹³⁰ y
6. Las empresas y los particulares podrían realizar contabilidad o pagar sus impuestos en la nueva moneda.

Concluido el proceso de introducción, a partir del 1^o de enero de 2002, comenzó a circular el *euro* en los 12¹³¹ países que conforman la *zona euro*. Durante enero y febrero de 2002 se permitió que las diferentes monedas nacionales circularan paralelamente con el *euro*, con el objeto de que el proceso de sustitución se diera de manera gradual. Las primeras monedas que dejaron de circular fueron el *florín* holandés (el 27 de enero), la *libra* irlandesa (el 9 de febrero) y el *franco* francés (el 17 de febrero). El resto de las monedas nacionales dejaron de circular el 28 de febrero a la media noche,¹³² por lo que a partir del 1^o de marzo el *euro* se convirtió en la única moneda de curso legal. No obstante que a partir de esta fecha prácticamente todas las transacciones –tanto bancarias como en efectivo– se llevarían a cabo en *euros*, el canje de las viejas monedas por la nueva podía realizarse hasta el 30 de junio de 2002 en bancos comerciales y oficinas de correos, y durante los próximos 10 años en el BCE y en los diferentes bancos centrales nacionales afiliados a éste.

En los mercados cambiarios, las tres monedas principales registraron importantes variaciones, el *euro* se depreció en el transcurso del año frente al yen y el dólar; en tanto que el yen se apreció frente al dólar durante el segundo semestre del 1999.

En América Latina, el efecto macroeconómico de la crisis financiera de 1998 y 1999 fue menos grave que el ocasionado por la crisis asiática, y a finales de 1999 se registraba un crecimiento en la actividad económica de la mayoría de los países de la región.

La rápida recuperación económica mundial estuvo apoyada, en la mayoría de estos países, por índices de inflación relativamente bajos, que fomentaron la confianza y permitieron a las economías más débiles adoptar algunas medidas en materia de política fiscal y monetaria.

¹³⁰ Índice que sustituiría gradualmente al *milbor* como referencia en gran número de contratos, incluidos los hipotecarios.

¹³¹ Los 12 países de la *zona euro* son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal.

¹³² Es decir, el marco alemán, el *chelin* austriaco, el *franco* belga, la *peseta* española, el *marco* finlandés, el *dracma* griego, la *lira* italiana, el *franco* luxemburgués y el *escudo* portugués.

El ejercicio económico del año 2001 se caracterizó, por una desaceleración en el proceso de producción y de demanda, reflejado en las tasas de crecimiento del PIB y en el descenso de la cuota del comercio exterior, en bienes y servicios. Bajo estas premisas, los datos muestran una clara disminución del crecimiento en Estados Unidos y la UE.

En este marco de desaceleración de la actividad económica internacional y la inflación mundial continuaron siendo descendentes, alcanzando los mínimos históricos de los últimos treinta años. En gran medida, este fue el resultado de factores estructurales como la mayor credibilidad de las políticas económicas -especialmente de las monetarias-, que en la última década fueron adoptando una estrategia de control directo de la inflación en un número creciente de economías.

Sin embargo, es importante destacar que esta situación también favoreció a los factores cíclicos durante el año 2001 [ver cuadro 23].

CUADRO 23

EVOLUCIÓN MUNDIAL DEL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN, 1998-2001

Evolución del crecimiento (%)				
	1998	1999	2000	2001
Países industrializados	2.7	3.3	3.9	1.0
Países en desarrollo y en transición	2.7	3.7	5.8	4.3
Total Mundial	2.7	3.6	4.7	2.4
Evolución de la inflación (%)				
	1998	1999	2000	2001
Países industrializados	2.0	1.9	2.5	2.4
Países en desarrollo y en transición	11.8	11.9	8.4	7.3
Total Mundial	5.8	5.2	4.2	3.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Informe Anual*, varios años.

A medida que transcurrió el año, la moderación de la demanda presionó a la baja el precio de las materias primas. En el caso del petróleo, su demanda mundial tuvo el menor crecimiento desde 1985. La presión a la baja sobre los precios del crudo se acentuó por la fragmentación de la OPEP y la falta de acuerdo con los países no pertenecientes a la organización para reducir la producción. Por ello, las tasas de inflación de los países importadores de petróleo fueron reduciéndose progresivamente.

En definitiva, la elevada liquidez, los menores precios del petróleo y la corrección de la "burbuja" bursátil mostraron una base sólida para la progresiva recuperación del crecimiento de Estados Unidos y el comercio mundial.

En diciembre del 2001, la incertidumbre continuaba, y en el terreno internacional, el ciclo económico apuntaba claramente a una desaceleración y en algunos casos concretos a una recesión. Las consecuencias de los atentados del 11 septiembre, acciones bélicas en Afganistán e Irak, la paralela recesión de la economía estadounidense, la contracción de las economías de Oriente -con Japón a la cabeza-, la situación en el este de Europa, la crisis profunda de Latinoamérica y el hundimiento de las expectativas de crecimiento en los países en vías de desarrollo, ocasionaron un escenario poco esperanzador.

En 2001, el crecimiento de Estados Unidos fue del 1%, tres puntos menos que el año anterior, después de que esta variable mantuviese un ritmo elevado y estable de crecimiento (9%) en el período 1996-2000, desplomándose en tan sólo un año y medio, en una magnitud de 14% [Mántey y Levy, 2000: 302]. Esto llevó a cuestionar el modelo de crecimiento de la economía estadounidense, en particular, su potencial de crecimiento a mediano plazo de esta economía, que se había elevado en los últimos años gracias a la inversión en el sector tecnológico.

3.1.2 *Ciclo Bursátil*

Las turbulencias sufridas en los mercados financieros mundiales durante los años noventa, fueron inusuales para un período caracterizado por condiciones macroeconómicas relativamente sólidas en muchas de las economías avanzadas.

La volatilidad fue el resultado de una súbita toma de conciencia del riesgo y de una creciente aversión al mismo, tras la situación de incumplimiento en que cayó Rusia y la consiguiente fuga de capitales hacia inversiones de menor riesgo.

La fuga de capitales a escala mundial, para proteger la calidad de las inversiones (*flight to quality*), dio lugar a fuertes aumentos de los diferenciales de los activos financieros en algunos mercados desarrollados, especialmente en Estados Unidos, y a una pronunciada inestabilidad del tipo de cambio del dólar frente a otras monedas.

La intensidad de las turbulencias parece desproporcionada frente a la magnitud de los hechos que desencadenaron las mismas. Esta discordancia entre las causas y los efectos

aparentes plantean incógnitas con respecto al funcionamiento y el diseño de los mercados financieros, concretamente a la transparencia, la gestión interna del riesgo y procedimientos de control en las instituciones financieras internacionales, la calidad de la supervisión prudencial y el seguimiento sistémico de los mercados bursátiles.

En octubre de 1995, los bancos japoneses incluyeron la prima media de riesgo en 100 puntos base y, en marzo de 1998, el Ministerio de Finanzas estimaba ya un 11% el nivel de créditos dudosos respecto del total de la cartera.¹³³

Al observar esta tendencia en el mercado bursátil japonés [ver cuadro 24], las provisiones dieron un gran salto entre 1995 y 1997, además de que estos efectos reflejan una estrecha relación con las pérdidas registradas en los mismos años.

CUADRO 24

CUENTAS DE LOS BANCOS COMERCIALES DE JAPÓN, 1990-1997

%

Año	Margen financiero	Operaciones financieras	Margen ordinario	Costos de explotación	Provisiones	BAI
1990	0.90	0.29	1.19	0.80	0.03	0.36
1991	1.11	0.14	1.25	0.86	0.07	0.32
1992	1.26	0.05	1.31	0.92	0.13	0.26
1993	1.25	0.04	1.29	0.96	0.14	0.19
1994	1.33	-0.04	1.29	0.98	0.19	0.12
1995	1.45	0.03	1.48	0.98	0.68	-0.16
1996	1.40	-0.07	1.33	1.00	0.29	0.04
1997	1.31	0.08	1.39	0.99	0.90	-0.50

BAI = Beneficio antes de Impuestos

Fuente: Vilariño, 2000: 32.

Durante la segunda mitad de 1997 y hasta mediados del año siguiente, los precios de las divisas, acciones y bonos en los países del sudeste asiático sufrieron graves convulsiones; primero en Tailandia, luego en Malasia, Indonesia y Filipinas. Posteriormente, esta corriente llegó a Corea del Sur, y finalmente a Singapur, Taiwán y Hong Kong que, aunque en menor medida, también sufrieron ataques especulativos y desplomes bursátiles; por lo que el 2 de julio de 1997, con la devaluación del Bath tailandés que da inicio el profundo deterioro de la zona.

¹³³ Riesgo de contraparte.

Para 1998, se vio aumentada la vulnerabilidad en los mercados internacionales debido a que muchas de las posiciones basadas en primas de riesgo se mantenían bajas o seguían disminuyendo.

Con respecto a las demás divisas de la zona, éstas comenzaron a depreciarse desde un 15 hasta 83% respecto al dólar norteamericano [ver cuadro 25].

Frente a las fuertes caídas en los rendimientos bursátiles, Taiwán tuvo un mejor desempeño en cuanto a la pérdida bursátil con el 16% del valor de su moneda ante el dólar americano [Vilariño, 2000: 33]; esta situación refleja la alta volatilidad y sobre-reacción de éstos mercados [ver cuadro 25].

CUADRO 25

DEPRECIACIÓN DE LAS DIVISAS FRENTE AL DÓLAR AMERICANO
Y LAS CAÍDAS BURSÁTILES, 1997-1998

	%		
	<i>Divisa</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Total</i>
Tailandia	-41	-53	-72
Malasia	-39	-39	-63
Indonesia	-83	-58	-93
Filipinas	-37	-36	-60
Corea del Sur	-35	-56	-71
Taiwán	-19	-16	-32
Hong Kong	0	-43	-43
Singapur	-15	-46	-54

Fuente: Vilariño, 2000: 50.

Los factores básicos de la crisis bursátil, sobre todo en Tailandia, fueron la acumulación de presiones inflacionarias, abultados déficits externos y desmesurados precios vigentes en los mercados bursátiles y de bienes raíces.

Los regímenes de tipo de cambio vinculado terminaron por considerarse como una garantía implícita del valor de cambio, lo que alentó la obtención de préstamos externos sin la debida cobertura y, con frecuencia, a corto plazo. La intervención estatal en la asignación del crédito, que dio lugar a un deterioro de la calidad de la cartera de préstamos de los bancos redujo el margen para elevar las tasas de interés, y aunados a una serie de problemas en la gestión de gobierno agravaron la crisis de confianza.

La devaluación del *bath* tailandés abrió una gran cantidad de ventas masivas y operaciones especulativas en los diferentes mercados financieros; el aumento en esta actividad se centró en derivados, desencadenando la salida de capitales y ataques especulativos sistemáticos [ver cuadro 25], que en conjunto con una resistencia a la *flotación* cambiaria ocasionó un incremento en el tipo de cambio.

Las consecuencias de esta crisis y la posterior devaluación del *Real* brasileño se hicieron sentir en otras economías de América Latina, generalizadas por las caídas en los mercados bursátiles de la zona.

La bolsa de Argentina se desplomó un 33% entre el 22 de octubre y el 12 de noviembre de 1997. En Chile, la caída comenzó en julio del mismo año y para 1998 la pérdida en la bolsa había llegado a un 55%. De igual forma, Brasil mostraba una caída de 65% para 1998 [Vilariño, 2000: 57].

En México, la devaluación del *Bath*, frenó la tendencia alcista de la bolsa, y después de una etapa de estabilidad, ésta se desplomó en un 42%. El comportamiento de la bolsa venezolana fue similar al de la mexicana, cayendo un 47% en un año [ver cuadro 26].

CUADRO 26

EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS, 1997

(Millones de dólares)

	1° Trimestre	2° Trimestre	3° Trimestre	4° Trimestre
América Latina	11.876	18.726	19.762	3.800
Argentina	4.218	3.038	6.063	1.471
Brasil	1.992	7.056	4.237	1.437
México	3.316	6.413	3.146	892

Fuente: Vilariño, 2000: 78.

Este comportamiento tomó forma de "burbuja financiera", debido a que son mercados de poca profundidad y que reciben momentáneamente grandes flujos de capital privado hasta un punto en el cual se debilitan, ocasionando fuertes contracciones bursátiles y elevaciones en las tasas de interés.

La influencia de estas crisis también afectó fuertemente a las bolsas de Europa y de Estados Unidos, cuando los principales indicadores accionarios se vieron forzados a

ceder su posición. Aunque esta situación no duró mucho tiempo los resultados a largo plazo han fortalecido la incertidumbre en los mercados.

A finales de 1998 -como ya se mencionó-, fue anunciada la moratoria rusa, la cual no contenía los pagos a la deuda externa de la Federación Rusa; afectando así las actividades comerciales privadas, la liquidación de contratos a plazo (forwards), los pagos referentes a garantías y márgenes en el mercado de derivados.

Como consecuencia de dicho episodio, se suscitaron fuertes caídas en las bolsas internacionales; mientras que Rusia sufrió una aguda crisis bancaria; este sector se mantuvo a flote gracias a la inyección de capital por parte del banco central ruso; sin embargo, esto no fue suficiente y algunas empresas tenían grandes dificultades para obtener financiamiento bancario, por lo que se vieron obligadas a retrasar aún más los pagos para hacer frente a los impuestos estatales.

Tras la crisis rusa se procedió a una nueva evaluación global del riesgo, lo cual desató una reacción en cadena de ajuste de las carteras, misma que se vio agravada por el alto grado de apalancamiento del propio sistema.

Al analizar estos acontecimientos más ampliamente, podemos detectar deficiencias graves en tres importantes líneas de defensa: los mecanismos privados de gestión del riesgo en las instituciones financieras; la supervisión prudencial y la supervisión de los mercados financieros, los cuales no impidieron que aumentara el volumen de posiciones apalancadas, por lo que se desmoronaron tras la crisis rusa y dieron lugar a violentas turbulencias en la mayoría de los mercados bursátiles.

Por otro lado, la economía estadounidense experimentó en la década de los noventa la expansión más duradera del último siglo, basada en un significativo avance de la productividad. No obstante, durante el 2000 se observaron los primeros síntomas de una recesión ocasionada por una creciente restricción de crédito, por la reducción de los precios bursátiles y el aumento de las rentabilidades de los bonos corporativos que provocaron un deterioro de las expectativas empresariales. Al comenzar el año 2001, la confianza de los inversionistas cayó un 20% respecto a los máximos de meses anteriores; aunado a lo anterior, se presentaron los hechos del 11 de septiembre del mismo año, tuvieron grandes repercusiones en el ámbito bursátil internacional, ocasionando mayor incertidumbre y desconfianza en todos los mercados; el comercio internacional se debilitó al tiempo que las bolsas, inseguras, registraron cambios considerables y pérdidas notables en todos los valores.

En Europa, el crecimiento de 3.4% observado en 2000, resultó difícil de mantener en los años siguientes, esto quedaría confirmado a medida que avanzaba el año 2001. Europa, apenas se benefició del efecto positivo derivado del incremento en la productividad, lo que se vio afectado por la "burbuja bursátil" en el sector de telecomunicaciones. La sobrevaluación de los beneficios derivados del rápido desarrollo de la telefonía móvil de tercera generación, unida al alto costo pagado por licencias en el sector, detonaron los descensos de los precios en la bolsa.

El 6 de noviembre de 2002, ante la expectativa de que la Reserva Federal bajaría sus tasas de interés, los principales índices de Wall Street registraron los máximos más altos en dos meses, propiciando alzas en la mayoría de las plazas mundiales.

El índice Industrial Dow Jones ganó el 4 de noviembre 0.63%, a 8,571.60 unidades, siendo su mayor nivel desde el 11 de septiembre de 2001. Por su parte, el índice S&P 500 subió 0.82%, a 908.35 puntos; mientras que el índice tecnológico Nasdaq¹³⁴ logró su mejor marca en dos meses y medio, al quedar en 1,396.54 unidades, con un alza de 2.63 por ciento.

No obstante, el panorama bursátil internacional continuó afectado por diversos riesgos e incertidumbres. En primer lugar se encuentra la evolución del mercado petrolífero, ocasionado por las tensiones en la zona del Oriente Medio; en segundo, la mayor demanda en algunas áreas fuera de la OCDE; y finalmente, la decisión de la OPEP de reducir su producción en 1.5 millones de barriles día, acordada en diciembre de 2001.

Otros factores de riesgo potencial a tener en cuenta son los desequilibrios exteriores y fiscales, mismos que producen desajustes en los mercados de cambios o de renta fija.

3.1.2.1 Mercados Desarrollados

El periodo de 1994 a 2000 se caracterizó por altos niveles de sobreendeudamiento en distintos mercados, este efecto se suma a la incapacidad de las autoridades financieras internacionales para realizar su papel de prestamista de última instancia, lo que ha desembocado en una situación de enorme fragilidad en las políticas macroeconómicas implantadas para la resolución de estos problemas.

¹³⁴ *National Association of Security Dealers Automated Quotations*: Es considerado el tercer mercado mundial en términos absolutos, por detrás sólo de Tokio y de Nueva York. Es una Bolsa de Valores electrónica.

En los países miembros de la OCDE el valor de los activos manejados por los inversionistas institucionales se vio incrementado para 1995 en comparación con el nivel mostrado en 1990, los cuales tuvieron una tasa de crecimiento promedio de 11% con 24.4 billones de dólares anuales, cifra que superó el PIB en conjunto de los países miembros.

En cuanto a Estados Unidos, el volumen total de activos, en fondos mutuos, se duplicó en el mismo periodo con lo que alcanzó los 12 billones de dólares en 1995 [Mántey y Levy, 2000: 225].

Para la primera mitad de los años noventa, Japón se colocó en el segundo lugar de entre los países con mayor contratación de activos financieros con 4 billones de dólares.

El líder de Europa fue, durante este periodo, Inglaterra con 1.8 billones de dólares anuales, seguido por Francia y Alemania con un total de contratación de activos de un billón de dólares cada uno [ver cuadro 27].

CUADRO 27

ACTIVOS MUNDIALES EN FONDOS DE INVERSIÓN, 1993-1998
% Total Mundial

	1993	1998
Estados Unidos	49.8	63.9
Inglaterra	3.2	3.3
Francia	11.6	7.9
Alemania	5.1	6.5
Japón	10.9	4.1
Italia	1.5	5.2
Canadá	2.1	2.5
Total	100	100

Fuente: Mántey y Levy, 2000: 227.

En de mayo de 1997, se sumaron al grupo de países desarrollados las economías asiáticas recientemente industrializadas: Corea; Hong Kong, China y Singapur, la provincia china de Taiwán e Israel.

Esta reclasificación obedeció al avanzado nivel de desarrollo económico que presentaban dichas economías, aunado a varias características similares con los países desarrollados; así como a niveles relativamente altos de calificación dentro del rango indicado por el grupo de mercados desarrollados [ver cuadro 28] con un alto grado de intermediación financiera y estructuras económicas diversificadas y/o en rápido crecimiento.

Ante la falta de dinamismo en la actividad económica, la ausencia de presiones inflacionarias y los planes de ajuste fiscal en marcha, las autoridades monetarias alemanas y los países participantes en el *mecanismo de ajuste de cambios* (MAC) del SME, permitieron una nueva reducción de las tasas de interés a corto plazo en 1996.

CUADRO 28

CALIFICACIONES DE PAÍSES DESARROLLADOS (1995)

<i>País</i>	<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>
Alemania	Aaa	AAA
Australia	Aa2	AAA
Austria	Aaa	AAA
Bélgica	Aa1	AA+
Bermuda	Aa1	AA
Canadá	Aa2	AA+
Dinamarca	Aa1	AA+
España	Aa2	AA
Estados Unidos	Aaa	AAA
Finlandia	Aa2	AA-
Francia	Aaa	AAA
Irlanda	Aa2	AA
Islandia	A2	A
Italia	A1	AA
Japón	Aaa	AAA
Luxemburgo	Aaa	AAA
Malta	A2	A
Noruega	Aa1	AAA
Nueva Zelanda	Aa2	AA
Países Bajos	Aaa	AAA
Portugal	A1	AA-
Reino Unido	Aa	AAA
Singapur	Aa2	AAA
Suecia	Aa3	AA+
Suiza	Aaa	AAA
Taiwán	Aa3	AA+

Fuente: Heyman, 1988: 60.

En las economías recientemente industrializadas de Asia, el crecimiento se desaceleró en este año, lo cual representó una corrección cíclica leve tras las tasas de crecimiento superiores a las registradas en 1994 y 1995, derivado en parte, de la adopción de

políticas financieras más restrictivas que redujeran el riesgo de un nuevo escenario de calentamiento de las economías. Al mismo tiempo, las exportaciones sufrieron una desaceleración debido a la pérdida de competitividad externa de las monedas cuya paridad se había fijado mediante la relación de 1 a 1 con el dólar.

En 1997, las divergencias cíclicas entre las economías avanzadas siguieron siendo considerables; no obstante, la actividad económica en Estados Unidos e Inglaterra continuó siendo vigorosa; ambas economías operaban a niveles próximos a la plena capacidad, registrándose las tasas de desempleo más bajas de los últimos años.

En las principales economías de Europa se observó un fortalecimiento del crecimiento en el segundo semestre de 1997 y principios de 1998.

En Japón, la economía comenzó a dar señales de deterioro después del primer trimestre de 1997, entrando en recesión en el último trimestre del año con una contracción del PIB en el primer trimestre de 1998 equivalente a un 5.3% anual [Mántey y Levy, 2000: 277].

El impacto de la crisis de Asia sobre las economías avanzadas varió sobre todo en función de dos factores: la importancia de los lazos comerciales y financieros con las economías en crisis, y la situación de partida de la economía.

La crisis asiática afectó en menor medida a las economías avanzadas de América del Norte y Europa; así, Estados Unidos tuvo un desempeño económico excepcionalmente bueno en 1997, con un crecimiento del PIB del 3.4%, la tasa más alta en nueve años. Así mismo, la inflación de dicho país, fue la menor de los últimos 32 años; el desempleo se situó en el nivel más bajo en 24 años; mientras que el presupuesto federal alcanzó prácticamente el equilibrio por primera vez desde principios de los años setenta. Sin embargo, en 1998 se amplió la divergencia entre las economías avanzadas a medida que la recesión en Japón se agravaba [Mántey y Levy, 2000: 279].

La agudización de la recesión japonesa obedeció a la debilidad en el sector financiero; ante tal situación, las autoridades adoptaron medidas adicionales de estímulo fiscal y flexibilizaron aún más la política monetaria, reduciendo así la tasa de interés principal (tasa diaria) a casi cero en marzo de 1999. Posteriormente, en octubre de 1998, se tomaron medidas legislativas para establecer una estructura financiera general que permitiera hacer frente a los problemas de la banca. Dichas medidas contribuyeron a impulsar la actividad y a mejorar el entorno del mercado financiero para 1999.

Por otro lado, la balanza en cuenta corriente de los países desarrollados sufrió un deterioro de más de 80 mil millones de dólares en 1998; esta situación empeoró cuando el deterioro en la balanza se distribuyó desigualmente entre estos países; lo que obedeció a

cuando los flujos de inversión mundiales se redujeron. En este esquema, los países industrializados fueron los protagonistas de la reactivación de la actividad; además de que esto resultó ser un efecto de la desaceleración conjunta de las tres principales economías industrializadas: Estados Unidos, Japón y Europa.

A principios del 2002 se esperaba que las incipientes señales de recuperación en las economías industrializadas se afianzaran en el transcurso del año. Tales pronósticos se apoyaban en el bajo nivel de tasas de interés, las rebajas impositivas y la rápida mejora en la confianza de los agentes económicos.

Hacia el segundo trimestre del año, las expectativas de una aceleración de la economía mundial se mantenían, pero los mercados bursátiles iniciaron un proceso de fuerte corrección, conmocionados por el descubrimiento de numerosos casos de fraudes contables,¹³⁵ el conflicto en Oriente Medio y la crisis argentina, la cual continuaba añadiendo incertidumbres al panorama financiero internacional.

Uno de los pilares en que se sustentaba la esperada reactivación era que la economía de Estados Unidos, en el 2002, sirviera de locomotora de la actividad mundial, pero el PIB estadounidense se desaceleró notablemente en el segundo trimestre, creciendo a tan sólo 1.1% (tasa trimestral anualizada), después de haber alcanzado el 5% en el primer trimestre del año.

En la zona euro también el crecimiento resultó más moderado de lo previsto, de forma que en el 2001 el avance anual del PIB no superó el 1%, frente al 1.4% previsto.

Los indicadores presentaron un panorama de escasa actividad económica; mientras los mercados bursátiles continuaron afectados la desconfianza, y por los problemas en los sectores tecnológicos.

Por lo que respecta a las grandes economías de la zona, la evolución en Alemania fue menos dinámica de lo esperado. Tras estancarse en el segundo trimestre de 2001, cuando su PIB descendió en 0.3 por ciento. A esto hay que añadir la caída del índice empresarial IFO de junio a agosto del 2002, lo que señala una temporal interrupción de la recuperación.

Fuera de la zona euro, el PIB del segundo trimestre del 2002 creció 0.6% (tasa anualizada) en el Reino Unido, después de haberse mantenido prácticamente estancado en el semestre precedente.

¹³⁵ Estos fraudes contables serán explicados en el desarrollo del capítulo IV.

Sin embargo, a pesar de la reactivación de las economías industrializadas en el año 2002, las previsiones económicas disponibles coinciden en anticipar un mayor ritmo de crecimiento en el año 2003 (1% estimado) que irá acelerando conforme el avance del año.

3.1.2.2 *Mercados Emergentes*

A raíz de las sacudidas financieras registradas en los mercados emergentes durante el periodo de 1994 al 2000 se produjo la caída en picada de la entrada de capital privado a éstos. La estrategia implantada por dicho mercados fue denominada *estrategia de aterrizaje suave*, la cual consistió en la ampliación de las actividades de los inversionistas institucionales (casas de bolsa) y las operaciones con instrumentos derivados vinculados a los mercados desarrollados (Estados Unidos principalmente), que tenían como objetivo incrementar la liquidez (inversión).

Sin embargo, la crisis mexicana de 1994 ocasionó una fuga de capitales hacia otras zonas de mercado como: al sudeste asiático, Europa y Rusia, quienes posteriormente experimentarían este tipo de crisis [Heyman, 1998: 30].

El incremento de la base de inversión y el nivel de liquidez, lejos de significar una reducción en la volatilidad, ocasionó el crecimiento de la burbuja financiera con consecuencias de fragilidad y crisis en los mercados emergentes.

El sistema bancario argentino no fue inmune a los efectos de la crisis financiera mexicana, ocasionando un deterioro gradual entre 1995 y 1996, además de mostrar una menor tolerancia al riesgo, por lo que los bancos limitaron aún más la proporción de préstamos en sus carteras, creando una compresión del crédito.

Tras la crisis mexicana, los bancos argentinos se vieron expuestos a riesgos excesivos, y muchos sufrieron cuantiosos retiros de depósitos y pérdidas de capital, agravando la consiguiente restricción del crédito y prolongándola hasta finales de 1996. Cuando los riesgos bancarios comenzaron a acercarse a los niveles de equilibrio anteriores a la crisis se presentó la oportunidad de que los bancos argentinos iniciaran la reconstrucción de su capital.

Los países latinoamericanos afectados por las crisis mostraron una recuperación económica que superó la mayoría de las expectativas: México registró un aumento del PIB real, a finales de 1996, de 5%; mientras que la reactivación económica argentina también cobró impulso, el PIB creció alrededor del 4.5% [Mántey y Levy, 2000: 143].

En Chile, el peso comenzó a sufrir presiones, pero se estabilizó tras una moderada intervención en el mercado de divisas y un alza de las tasas de interés.

Durante 1997, tanto Rusia como los países en transición en su conjunto registraron tasas de crecimiento positivas por primera vez en ocho años. En este grupo de países, el PIB creció en torno a 1.4% y la inflación se redujo al 27% aproximadamente, señal de los avances logrados desde principios de la década en materia de estabilización y reforma en la mayoría de los países.

En América Latina, la mayoría de los países superó bien las presiones financieras levantadas por la crisis asiática, en parte debido a las medidas que adoptaron para restringir la política macroeconómica. No obstante, se vieron muy afectados por la crisis rusa, pues las tasas de interés para la deuda externa se dispararon y la entrada de capital privado prácticamente se detuvo [Mántey y Levy, 2000: 191].

Por su parte, Brasil se vio sometido a presiones fuertes debido a temores relacionados con el elevado déficit público del país y la falta de credibilidad sobre el vínculo cambiario. Ante esta situación, las autoridades brasileñas elevaron las tasas de interés oficiales y, a finales de octubre de 1998, anunciaron una serie de medidas fiscales con el objeto de obtener un superávit primario, ligado al programa de política que estaba respaldado por el financiamiento del FMI. Sin embargo, el temor de los inversionistas a que las autoridades no pudieran poner en práctica las medidas fiscales previstas y a que las tasas de interés no fueran lo bastante elevadas para poder detener la salida de capital condujo a crecientes presiones sobre la moneda, que llevaron al banco central, en enero de 1998, a abandonar la franja cambiaria móvil y a permitir que el real flotase. La moneda se depreció frente al dólar norteamericano. No obstante, en este entorno de volatilidad generalizada del mercado financiero interno, las medidas tomadas para reforzar el programa de ajuste fiscal comenzaron a restablecer ampliamente la confianza en los países de América Latina [Mántey y Levy, 2000: 281].

El crecimiento de esta zona ya se había reducido para el segundo semestre de 1998; esta desaceleración puede atribuirse al entorno financiero externo desfavorable que se creó tras la crisis rusa, pero también al descenso del precio de los productos básicos y -en la mayoría de los casos- a una política monetaria y fiscal más estricta.

El efecto macroeconómico de la crisis financiera rusa fue menos grave que en la crisis de Asia, y a finales de 1999 ya estaba creciendo la actividad en la mayoría de las economías de la región.

En México, se evitó la desaceleración económica en 1999 gracias a la fuerte demanda de importaciones en Estados Unidos, al incremento del precio del petróleo, de ingresos asociados con ese incremento y al crecimiento de la demanda interna.

Los resultados económicos en Rusia fueron mejores de lo que se había previsto tras la crisis financiera de 1998, si bien —a diferencia de lo ocurrido en los países de Asia y América Latina— el volumen de exportación no se recuperó con la misma rapidez tras la depreciación del tipo de cambio; de manera que, el aumento en los precios del petróleo favoreció el equilibrio fiscal y el saldo de la balanza comercial.

El crecimiento del PIB en los mercados emergentes de Asia repuntó en 2000; no obstante, el ritmo de la expansión económica se redujo a partir del primer semestre del año como resultado de la desaceleración de Estados Unidos, el encarecimiento del petróleo y el descenso de las cotizaciones en las bolsas de valores de la región.

La actividad y el desempeño de la misma, en toda la zona, arrojaron resultados desiguales, con un pujante crecimiento en México, Chile y Brasil, un moderado repunte en la región andina, y gran fragilidad en Argentina.

A finales del 2000, México y varios países de la región andina y de América Central fueron los más afectados por la desaceleración de la economía estadounidense; el efecto fue menos pronunciado en Brasil y Argentina, ya que sus vínculos comerciales con Estados Unidos son menos estrechos.

Por otro lado, la flotación del real brasileño, el aumento de las tasas de interés internacionales y el afianzamiento del dólar norteamericano; motivaron que la actividad económica se estancara al debilitarse la demanda interna por efecto de la misma deflación y de la caída en la confianza de los inversionistas internacionales. Esta situación condujo a un deterioro en las condiciones del financiamiento externo y a un aumento del diferencial de las tasas de interés de los bonos argentinos. Ante esta situación, las autoridades adoptaron varias medidas para reforzar la situación fiscal y flexibilizar el mercado de productos y de trabajo [Mántey y Levy, 2000: 283].

La actividad económica en Oriente Medio registró un auge en 2000, impulsada por los precios favorables del petróleo y el aumento de los contingentes de producción de crudo de la OPEP. No obstante, la volatilidad de los precios del petróleo resaltó la necesidad de promover la diversificación económica a fin de lograr un crecimiento sostenido [Mántey y Levy, 2000: 287].

Los años de 1999 y 2000, fueron de auge en el centro, a costa de la periferia; aunque esta vez la succión de capitales no salvó a los mercados desarrollados de la recesión y la

crisis, como es el caso de Japón, país que continuó sumido en una larga depresión como reverso de la moneda del “milagro asiático” de hace 50 años.

Durante el 2001, en las economías emergentes, el crecimiento se vio afectado negativamente por la desaceleración del comercio de bienes y servicios, especialmente en el sector tecnológico. Las economías más afectadas fueron las del sudeste asiático, a pesar de ello, estas economías mantuvieron un diferencial positivo de crecimiento con los países industrializados de casi tres puntos porcentuales, superior a la *media* de la década (1.5 puntos porcentuales). De hecho, el diferencial de crecimiento a favor de los países emergentes, contribuyó a la estabilidad internacional.

La desaceleración de la demanda de importaciones de los países industrializados durante el 2001, fue sin duda, un factor negativo para el resto de economías, especialmente para aquellas especializadas en la exportación de materias primas, cuyos precios descendieron significativamente, o de bienes tecnológicos: sudeste asiático. Taiwán y Singapur se vieron más afectados, dada la composición de sus exportaciones y su desaceleración fue superior a la que habían experimentado durante la crisis de 1997. Durante la primera mitad del año, este efecto fue compensado parcialmente por las favorables condiciones financieras internacionales y los bajos tipos de interés, pero a medida que transcurrió el año, al deterioro de la situación externa se unieron factores domésticos negativos; entre ellos, la incertidumbre en Argentina y Turquía, la crisis energética de Brasil y la incertidumbre electoral en Perú. Con ello, el *diferencial*¹³⁶ de los bonos emergentes, que había reaccionado positivamente a la primera bajada de tipos de cambio de la Reserva Federal en el mes de enero, subió hasta situarse al nivel de la primera mitad de año, similares a los de 2000. El deterioro de las condiciones domésticas, provocó un repunte de la aversión al riesgo que se intensificó tras el ataque terrorista a Estados Unidos.

El factor más significativo a partir de entonces, fue el escaso contagio de la situación argentina al resto de países emergentes y, en particular, a los de la región latinoamericana. A ello contribuyeron también algunos cambios estructurales como el saneamiento macroeconómico, una reducción de los déficit fiscales y externos, la flexibilización de los regímenes cambiarios y el mayor grado de diferenciación entre países realizado por los inversores internacionales.

¹³⁶ Margen o spread: operación que combina una compra y una venta de contratos de opciones con el mismo activo subyacente, pero con diferentes características de precios de ejecución o de fecha de vencimiento.

El conjunto de países en desarrollo y en transición creció en 2001 un 4.1%, casi dos puntos menos que el año anterior, pero en un nivel muy próximo a su potencial. Su tasa de inflación se redujo en 1%, situándose en el 7.3%, avanzando hacia la estabilidad nominal.

En los estudios realizados por la CEPAL [Bazdresch y Werner, 2000: 4] para el 2002, se señala que 11 de los 18 países de América Latina experimentaron un descenso en el valor exportado, seis de los cuales sufrieron reducción tanto de los valores unitarios como del volumen. Chile, Colombia, Guatemala, Nicaragua, República Dominicana y Uruguay acumularon pérdidas por segundo año consecutivo. Brasil y Perú fueron los únicos que lograron un repunte de las exportaciones durante el periodo de 2001 y 2002, a pesar de la disminución de los precios de sus productos [Bazdresch y Wemer, 2000: 4].

En 2001 y 2002, las exportaciones de bienes de la mayoría de los países de la región con destino a Estados Unidos, la Unión Europea y Japón se contrajeron considerablemente. En cambio, los países asiáticos en desarrollo se transformaron en mercados emergentes dinámicos, cuando Chile, México, los países del *Mercosur*¹³⁷ y los del *Mercado Común Centroamericano* lograron mejorar allí su posición.

El posterior derrumbe de las importaciones, a raíz de las medidas de ajuste adoptadas por los mercados emergentes para hacer frente a la disminución de ingresos externos generaron una contracción en casi todos estos países, uno de cuyos reflejos más importantes fue la merma del comercio interno en la región y en especial en el Mercosur.

Durante este año, el valor de las exportaciones de servicios se redujo 2.5%, esta desaceleración se explica por la mayor contracción que sufrieron estas exportaciones en México (7.7%); Mercosur (4.6%), y la República Dominicana (4.3%) [Bazdresch y Werner, 2000: 5].

En contraposición, la incertidumbre que afectó a la economía internacional repercutió de forma muy acusada en el área de Iberoamérica, agudizando los problemas de carácter interno. La economía de América Latina y el Caribe registró una caída del 0.8% en el 2002, cuando el PIB regional se contrajo más del 3% a causa de la recesión iniciada en 2001. Pese a la heterogeneidad de la región, la desaceleración fue generalizada, reflejándose en la disminución del PIB por habitante de alrededor de 2% con relación a 1997. Es importante recalcar que el año 2002, fue el cuarto consecutivo que la región sufría de salidas netas de recursos hacia mercados menos volátiles [Bazdresch y Werner, 2000: 6].

¹³⁷ Integrado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

3.2 Entorno Nacional

En diciembre de 1994 se produjo en México una crisis cambiaria de grandes proporciones, la que luego desembocó en la peor crisis financiera y económica que el país haya enfrentado en su historia moderna. La crisis de 1994 fue de tal magnitud que sustituyó el primer colapso de la apertura económica y la desregulación financiera en México con las reformas de primera generación (1988 a 1991) [ver cuadro 29].

CUADRO 29

DEUDA EXTERNA MEXICANA POR SECTOR FINANCIERO, 1990-2000

(Miles de millones de dólares)

	1990	1994	1995	2000	Promedio anual
Deuda externa neta total	107.4	138.9	165.5	160.8	4.1%
Sector público	77.8	85.4	100.9	90.2	1.5%
Sector privado	9.0	25.4	26.5	54.1	20.0%
Sector bancario	14.1	24.1	20.7	13	-0.8%
Banco de México	6.5	3.9	17.3	3.5	-6.1%

Fuente: Huerta, 2002: 86.

Con la adopción del régimen de flotación, el Banco de México buscó que el tipo de cambio se fijara por las condiciones de oferta y demanda de divisas en el mercado. Dicho sistema se introdujo el 22 de diciembre de 1994,¹³⁸ en sustitución de la política de tipo de cambio fijo. Dicha política consistía en buscar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente.

En el marco del nuevo régimen, el peso siguió depreciándose hasta marzo de 1995, a lo cual siguió una recuperación y cierta estabilidad entre junio y septiembre, para descender nuevamente hasta el final del año. En promedio, el tipo de cambio durante 1995 fue de 6.41 pesos por dólar, lo que significa una devaluación del 83% respecto al valor que tenía el 19 de diciembre del año precedente; mientras que disminuyó sólo 3% en promedio entre 1995 y 1996, con una volatilidad menor de un año a otro, lo que confirma una tendencia a la estabilización macroeconómica a partir de 1996.

¹³⁸ El entorno y desarrollo de este proceso se realiza más adelante en el presente capítulo

Con el fin de apoyar al peso mexicano y a la situación económica y financiera, el 13 de marzo de 1995 las autoridades mexicanas crearon un paquete de rescate, mediante el cual se dejarían flotar las variables macroeconómicas, por lo que el Banco de México controlara únicamente la base monetaria.

El apoyo externo provino de los organismos internacionales, en particular del FMI y de los gobiernos que participan con México en el TLCAN. El temor a una crisis más profunda -lo que se conoció como el *efecto tequila*-, llevaron a las autoridades del FMI y de esos países a brindar el apoyo que requería el gobierno mexicano, otorgando los ingresos de exportación de PEMEX como garantía para el pago de la parte que aportó el gobierno de Estados Unidos y comprometiéndose a un programa de ajuste, a finales de enero el gobierno mexicano logró obtener un paquete de ayuda por un monto superior a los 50 mil millones de dólares [ver cuadro 30].

CUADRO 30

PAQUETE DE RESCATE FINANCIERO A MÉXICO
(Millones de dólares)

<i>Acreedor</i>	<i>Monto</i>
FMI	17,750
Gobierno de Estados Unidos	20,000
Banco central de Canadá	1,100
Banco de Pagos Internacional	10,000
BiD y Banco Mundial	2,787
Total	51,637

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, 1995: 181.

Su objetivo principal fue asegurar el financiamiento de largo plazo para cubrir la amortización de las obligaciones de corto plazo, principalmente las constituidas por Tesobonos. El anuncio del paquete financiero constituyó un respiro en los mercados cambiarios, tanto de México como de otros países, que resultaron afectados por la crisis mexicana.

Es importante señalar que, con el apoyo externo, fue posible el pago en dólares de los tesobonos, conforme se presentaban los vencimientos y, en algunos casos con anticipación [ver cuadro 31].

CUADRO 31

MÉXICO: VENCIMIENTOS DE LOS TESOBONOS
(Millones de dólares)

Mes	Vencimientos del mes	Acumulado
Diciembre (1994)	29,206	-
Enero (1995)	5,319	5,319
Febrero	5,139	10,548
Marzo	2,580	13,038
Abril	1,979	15,017
Mayo	2,678	17,695
Junio	1,452	19,247
Julio	3,516	22,763
Agosto	3,270	26,033
Septiembre	607	26,640
Octubre	645	27,285
Noviembre	1,203	28,488
Diciembre	472	28,960

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, 1995: 188.

Aunque la solución al problema de los tesobonos no significó, por sí misma, la recuperación de la confianza de los inversionistas. La inestabilidad del mercado de cambios se mantuvo, impidiendo la baja de las tasas de interés [Banco de México, Informe 1995: 117].

Resuelto el problema inmediato de los tesobonos, el objetivo central de los programas monetarios de 1995 y 1996 fue contrarrestar los efectos inflacionarios de la devaluación de diciembre de 1994 y principios de 1995.

El banco central entonces, modificó la base monetaria en función al crédito interno neto (CIN),¹³⁹ con un máximo de 10 mil millones de pesos¹⁴⁰ (1995) y un encaje *base cero*; esta base fungiría como ancla, antes tipo de cambio; así a partir de 1995 la influencia sobre las tasas de interés, el tipo de cambio y el nivel general de precios se harían por conducto de los ajustes en el CIN y la base monetaria [Banco de México, Informe 1995:117].

¹³⁹ Incluye la financiación total concedida a los sectores público y privado residentes por las instituciones que componen el sistema crediticio.

¹⁴⁰ Para calcular el límite del CIN se utilizaron las bases de las estimaciones del AUSEE (Acuerdo de Unidad para la Superación de la Emergencia Económica), de 1.5% y 19% para el crecimiento del PIB y la inflación respectivamente. En marzo siguiente, ese límite fue ratificado en el marco del PARAUSEE (Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica).

Como se observa en el cuadro 32, las variaciones más significativas se centraron en las tasas de interés (más elevadas de lo previsto) y el efecto de la contracción en el PIB (mucho mayor de la estimada). Éste es el indicador más importante de la recesión provocada, entre otros factores, por la política monetaria seguida en 1995.

CUADRO 32

MÉXICO: PROGRAMAS PARA LA SUPERACIÓN DE LA EMERGENCIA ECONÓMICA

(Estimaciones para 1995)

Indicadores	AUSSE (enero 1995)	PARAUSSE (marzo 1995)	Real	Variación Real/PARAUSSE
Inflación	19%	42%	52%	10%
Tipo de Cambio	4.5	6.0	6.4	0.41%
Crecimiento del PIB	2%	-2%	-6.9%	-4.9%
CETES a 28 días	24%	40.3%	48.44%	8.1%
Base Monetaria*	66,935	66,935	66,809	-126
Crecimiento Real	-	-30%	-23%	7%
Crecimiento Interno Neto*	1,452	34,196	-53,492	-87,688
Variación Máxima	3,516	10,000	-77,688	-87,688
Reservas Internacionales*	32,739	32,739	120,301	87,562

*Al 31 de diciembre de 1995

AUSSE= Acuerdo de Unidad para la Superación de la Emergencia Económica.

PARAUSSE= Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para la Superación de la Emergencia Económica.

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, 1995: 189.

No obstante, emprendió exitosamente el camino hacia la recuperación de su economía durante 1996; los resultados alcanzados a lo largo de este año confirmaron que el programa de reformas económicas, así como la estricta disciplina fiscal y monetaria impulsada por el gobierno del presidente Ernesto Zedillo, permitieron al país superar la crisis y sentar bases sólidas para el crecimiento económico.

Durante el cuarto trimestre de 1996, el PIB registró un crecimiento de 7.6%; de este modo, el PIB global presentó un crecimiento de 5.1% respecto al año anterior, cifra mucho mayor que la tasa de crecimiento de 3% prevista al inicio de 1996 [Banco de México, *Informe 1996*: 87].

De igual forma, el valor total de las exportaciones ascendió a 95 mil 900 millones de dólares, lo que representó un crecimiento de 20.6% con respecto al año anterior. Mientras que las importaciones del país alcanzaron un valor total de 89 mil 500 millones de dólares. Este aumento en las importaciones fue resultado de la recuperación alcanzada en el consumo y la demanda del país, en especial la de bienes intermedios exportados [ver cuadro 33].

CUADRO 33

MÉXICO: PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS, 1994-1996
(Variación % Anual)

Concepto	1994	1995	1996
PIB	4.5	-6.2	5.2
Exportaciones Totales	17.2	23.9	26.8
Importaciones Totales	19.3	23.9	26.8
Inversión Privada	82.8	14.6	16.1
Consumo Privado			
Inflación	19	52	27.7
Tasa de Desempleo Abierto	3.6	6	5.5
Balanza Comercial/PIB	-18.5	6.3	5.5
Saldo en Cuenta Corriente/PIB	-7.0	7.1	6.5
Inversión Extranjera Directa (mmd)	37.0	-0.6	-0.7
Reservas Internacionales (mmd)		15.7	17.5
CETES (28 días)		48.4	31.4
Balanza del Sector Público/PIB	-0.1	-0.01	0.01
Tipo de Cambio*	3.375	7.659	7.875

* 1994: Promedio anual. 1995-1996: Promedio del último mes.

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, varios años.

Por otra parte, las tasas de interés descendieron alrededor de 20% sobre la base anual, como resultado de la creciente estabilidad del mercado financiero y los bajos niveles de inflación. De este modo, la economía mexicana ofrecía un panorama alentador para 1997, año en que se registró un incremento de 8.1% en el PIB.

A pesar de que la inversión pública moderó su crecimiento, al pasar de 29% en 1996 a 8.5% (en promedio) a 1997, la inversión total se incrementó 21.9% impulsada por la participación del sector privado [Banco de México, Informe 1997: 102].

En 1997, la recuperación se consolidó y se extendió a prácticamente todos los sectores; con un crecimiento real de 7%, el más alto de los últimos tres lustros. Al reducirse la demanda interna, por las políticas contraccionistas y las altas tasas de interés instrumentadas para promover la entrada de capitales al país, las importaciones se desplazaron a la producción nacional y al mercado interno, reduciendo así el componente nacional en las exportaciones.

Otro factor que coadyuvó a la recuperación de la economía mexicana fue un entorno internacional relativamente favorable, que permitió un incremento en las exportaciones

mexicanas y posibilitó, tanto al sector público como al privado, el acceso a distintas fuentes de financiamiento externo.

Este ambiente internacional propicio comenzó a cambiar drásticamente desde fines de 1988; ya que a principios del año nuestro país enfrentó un entorno internacional adverso, caracterizado por la incertidumbre y la inestabilidad, aunque desde finales de 1997 se percibían algunos riesgos derivados de la crisis asiática.

La situación controlada de la deuda externa pública del país, así como la menor dependencia del capital de corto plazo para financiar la economía, contribuyeron a que México redujera su vulnerabilidad de las economías emergentes. Sin embargo, la fuerte caída de los precios del petróleo de los últimos días de 1997, propició una sobreoferta internacional que no permitiría cumplir con los supuestos que se habían previsto del precio de exportación del crudo mexicano para 1998. De manera que, el desempeño de la economía mexicana durante este año, se caracterizó por la presencia de choques externos.

El crecimiento del PIB fue de 4.8%, el de la inversión fija bruta de 10.7% y el del consumo privado 6.4%. A pesar de lo anterior, en 1998 algunas variables monetarias y financieras se vieron disminuidas en comparación con el año anterior. Tal es el caso de la inflación, que en 1988 aumentó a 18.61% contra 15.72% en 1997; el tipo de cambio se incrementó a 9.91 al cierre de 1998 frente a 8.07 de 1997 [Banco de México, Informe 1998: 74]; y el IPC cayó 24.3% al cierre de 1998.

Esta situación fue ocasionada por la presión al alza de las tasas de interés y la incertidumbre internacional, la aversión al riesgo y la salida de flujos de capital extranjeros. No obstante, el desempeño de las finanzas públicas resultó favorable, la deuda externa pública de corto plazo fue baja y no se presentó deuda interna indizada al tipo de cambio.

Durante 1999, la economía mexicana logró recuperarse -gracias al buen manejo de la política económica y el favorable entorno externo-, y pudo alcanzar las metas económicas propuestas a principios del año. Otros factores externos que favorecieron a la economía mexicana, fueron el mayor dinamismo de la economía estadounidense, el aumento en los precios del petróleo, la recuperación de los países asiáticos y un menor efecto de la crisis brasileña.

El PIB registró un crecimiento anual de 3.7%, nivel superior al esperado (3.0%); el dinamismo de la economía estuvo fincado en un mayor nivel de gasto interno (sector privado), el cual se incrementó en 4.3% impulsado por mayores niveles de empleo (5.7%)

y salarios reales (1.4%); así como en el desempeño favorable de las exportaciones de bienes y servicios [Banco de México, Informe 2000: 36].

La inversión privada continuó siendo el componente más dinámico de la demanda agregada, aumentando 9% en 1999, lo que reflejó las expectativas favorables de los inversionistas sobre la economía mexicana.

Por otra parte, el estricto manejo de las políticas monetaria y fiscal, en el régimen de tipo de cambio *flotante*, permitieron una reducir la inflación de 18.6% en 1998 a 12.3% para 1999 -la más baja desde 1994-.

En el año 2000, el PIB de México creció en términos reales 6.9%, siendo el crecimiento del producto más alto de los últimos 19 años [ver cuadro 34].

CUADRO 34

MÉXICO: PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS, 1997-2000
(Variación % Anual)

Concepto	1997	1998	1999	2000
PIB	6.8	4.8	3.8	6.9
Exportaciones Totales	15.0	6.4	16.4	22.0
Importaciones Totales	22.7	14.1	13.2	22.9
Inversión Privada	23.4	16.9	7.9	10.2
Consumo Privado	6.4	5.1	4.3	9.5
Inflación	15.7	18.6	12.3	8.9
Tasa de Desempleo Abierto	3.7	3.2	2.5	2.2
Inversión Extranjera Directa (mmd)		11.3	11.6	10.4
Reservas Internacionales (mmd)	28.0	30.1	30.7	33.6
CETES (28 días)	19.8	33.7	21.41	15.24
Balanza del Sector Público/PIB	-0.72	-1.25	-1.24	-1.0
Tipo de Cambio*	8.136	9.912	9.415	9.444

*Promedio del último mes.

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*: varios años.

La expansión económica estuvo impulsada por el sector industrial (8.6%), especialmente por la industria manufacturera (9.4%) y la generación de electricidad, agua y gas (7.2%), así como por el sector servicios (8.2%). Durante el 2000, la demanda agregada aumentó 10.5%, como reflejo de los aumentos de 9.5% y 10.2% que durante el 2000 experimentaron los gastos de consumo y de inversión del sector privado, respectivamente [Banco de México, Informe 2000: 47]. Asimismo, se alcanzó, con un amplio margen, el objetivo de una inflación menor al 10%, con lo que éste índice llegó a ser de 8.96% en el 2000.

Si bien a lo largo de este año, prevaleció la incertidumbre respecto a una posible desaceleración de la economía de Estados Unidos y una disminución del precio del petróleo, la influencia del entorno internacional sobre las cuentas externas de la economía mexicana resultó en general positiva, y los flujos netos de capital hacia México aumentaron ante la mejoría en la percepción del riesgo país.

Desde principios de 2001 se percibió que el ritmo de actividad de la economía mexicana sería más débil que el contemplado. Conforme se recibía información de la evolución macroeconómica del último trimestre de 2000 y del primero de 2001 se agudizaba la tendencia decreciente del ciclo económico y, consecuentemente, las expectativas de crecimiento se corregían a la baja; siendo el detonador de este comportamiento la desaceleración económica en los Estados Unidos, donde el principal mecanismo de transmisión lo ha constituido la evolución de las exportaciones manufactureras destinadas al mercado norteamericano (el 80% y la tercera parte del PIB).

Por otra parte, la relación entre el sector exportador y el resto de la estructura industrial del país fue el vehículo mediante el cual se propagó esta desaceleración a la economía mexicana, extendiéndose al sector servicios, que hasta entonces había consolidado el crecimiento del PIB.

Posteriormente, los sucesos del 11 de septiembre, afectaron el comportamiento de las variables macroeconómicas durante el resto del año y en buena parte del 2002; por lo que los indicios de recuperación antes de septiembre se disiparon con los actos terroristas; motivo por el cual el intercambio comercial entre México y los Estados Unidos se ha visto afectado, no sólo por el deterioro de la confianza del consumidor norteamericano, sino también por la problemática de una frontera norte más restrictiva a los flujos de personas, mercancías y capitales.

Aunado a lo anterior, las cifras de producción industrial norteamericana, correspondientes a septiembre mostraron la mayor caída del año, lo que auguraba un comportamiento similar en el sector industrial de México.

Este entorno adverso, condicionó de manera determinante el desempeño de nuestra economía, ocasionando el estancamiento de la expansión económica en México que había iniciado en 1996, estimándose que en 2001 el PIB real haya sufrido una caída de 0.3%.

Sin embargo, varios elementos de fortaleza permitieron que la economía mexicana se acomodara a la fase descendente del ciclo económico de manera ordenada. Así, a diferencia de lo ocurrido en episodios recesivos pasados, en 2001 prevaleció un entorno

financiero estable. Lo anterior se sustentó en la solidez de los fundamentos económicos del país, entre los cuales destacan los resultados positivos del esfuerzo antinflacionario; la disciplina en las finanzas públicas; el régimen cambiario de flotación; la libre determinación de las tasas de interés y la holgada estructura de amortizaciones de la deuda externa pública en 2001 y 2002 [ver cuadro 35].

CUADRO 35

MÉXICO: PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS, 2001-2002
(Variación % Anual)

Concepto	2001	2002
PIB	-0.1	1.7
Exportaciones Totales	-3.8	1.5
Importaciones Totales	-1.6	1.4
Inversión Privada	-5.6	-1.0
Consumo Privado	2.4	1.3
Inflación	4.4	5.7
Tasa de Desempleo Abierto	2.5	2.7
Inversión Extranjera Directa (mmd)	24.7	13.6
Reservas Internacionales (mmd)	40.9	48.0
CETES (28 días)	11.3	7.1
Tipo de Cambio*	9.2	10.2

*Promedio del último mes

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*: varios años.

Gracias a estos factores, la inflación anual disminuyó de 8.96% a 4.40% entre diciembre de 2000 y el mismo mes de 2001. Con ello se consiguió, por tercer año consecutivo, el objetivo de inflación propuesto.

La economía mexicana completó en 2002 el período de *estancamiento*; encaminándose así a un período de escaso dinamismo; después de que entre 1996 y 2000 registrara un crecimiento promedio anual de 5 por ciento. El PIB se elevó 0.9% en 2002 (apenas la mitad de la meta del gobierno), lo que se tradujo en una nueva caída del empleo y del ingreso por habitante. En este resultado se conjugaron la pausada evolución del consumo, el retroceso de la inversión por segundo año consecutivo y la debilidad de la demanda estadounidense, que en los últimos años cumplió un papel fundamental en el impulso del desempeño económico de México.

3.2.1 Crisis Financiera en México

En el mes de diciembre de 1994, las autoridades monetarias mexicanas anunciaron un aumento del techo de la banda de fluctuación del peso, devaluándolo 15%, este anuncio tuvo fuertes consecuencias negativas en las reservas nacionales de divisas. Ante esta situación, el Banco de México dejó flotar la moneda a fin de que las reservas aún existentes no disminuyeran aún más; dicha estrategia, lejos de detener la fuga de capitales provocó la salida masiva de inversiones denominadas en pesos; lo cual desembocó en la peor crisis que México haya vivido en su historia.

Los antecedentes de esta crisis, se remontan a la puesta en práctica de una política económica de austeridad fiscal y monetaria durante el periodo de 1988 a 1993, cuando las cuentas públicas mostraban un pequeño superávit entre 1992 y 1993; por lo que la inflación se situó por abajo del 10% en 1994.

La liberación financiera y la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos jugaron un papel importante en la política económica, con grandes consecuencias en 1994. Una de las medidas adoptadas por el gobierno fue la autorización a los extranjeros para adquirir títulos públicos. La inversión de no residentes (extranjeros) en México pasó del 6% de la capitalización bursátil de 1989 al 27% en 1994, por lo que los inversionistas externos calificaban de "bueno" el nuevo contexto de la economía mexicana, aprobando también la reducción de la inflación y el mantenimiento de las altas tasas de interés nominales, además de la política de estabilidad cambiaria; de igual forma, la firma del TLCAN favoreció el optimismo hacia la economía mexicana y su calificación crediticia otorgada por las agencias calificadoras internacionales también subió, motivo por el cual se benefició con 24 mil millones de dólares provenientes de los mercados de bonos internacionales.

Toda esta entrada masiva de capital extranjero representaba un problema: el mantenimiento de la liquidez interna dentro de los límites del anclaje que mantenía baja la inflación, por lo que el gobierno mexicano intentó dirigir estos capitales hacia la emisión de bonos gubernamentales con altas tasas de interés; esta decisión lejos de darle solución al problema, generó un mayor flujo de capitales hacia el país afectando seriamente la balanza en cuenta corriente.

Durante 1994, los indicadores que señalaban la ineficiencia de la economía mexicana fueron varios: en primera instancia, en Estados Unidos se produjo un alza de las tasas de interés en todos los plazos, la cual mermó el curso de la inversión en México.

Posteriormente, se añadieron otros factores políticos y sociales internos como: el estallido en enero del mismo año del movimiento zapatista en Chiapas; en marzo es asesinado el candidato a la presidencia del país Luis Donaldo Colosio, fue entonces cuando se presenta la primera disminución importante de las reservas federales por un total de 11 mil millones de dólares entre el 23 de marzo y el 21 de abril [Vilarino, 2000: 40].

Después de este hecho político, la situación se agravó debido a la transferencia de las posesiones de los extranjeros en CETES (nominados en pesos) a tesobonos (denominados en dólares), por lo que la estructura de deuda del gobierno se modificó drásticamente,¹⁴¹ ya que el total de tesobonos superaba al nivel de reservas a mediados de 1994 y los vencimientos previstos para los primeros meses de 1995 ponían en entredicho al gobierno mexicano.

El 17 de diciembre de 1994, el secretario de la SHCP anunció un incremento en el techo de la banda de flotación del peso, fijándolo en 4 pesos por cada dólar (15%). Acto seguido fue el reflejo de los inversionistas ante la imposibilidad de las autoridades monetarias para mantener el tipo de cambio, reflejándose como una fuerte caída en las reservas de divisas por 5 mil millones de dólares.

El 22 de diciembre, el Banco de México decidió dejar flotar libremente el peso y no restringirlo a una banda determinada; fue entonces cuando se presentó la fuga masiva de capitales, principalmente las inversiones de cartera que poco tiempo antes habían fortalecido a la economía mexicana.¹⁴²

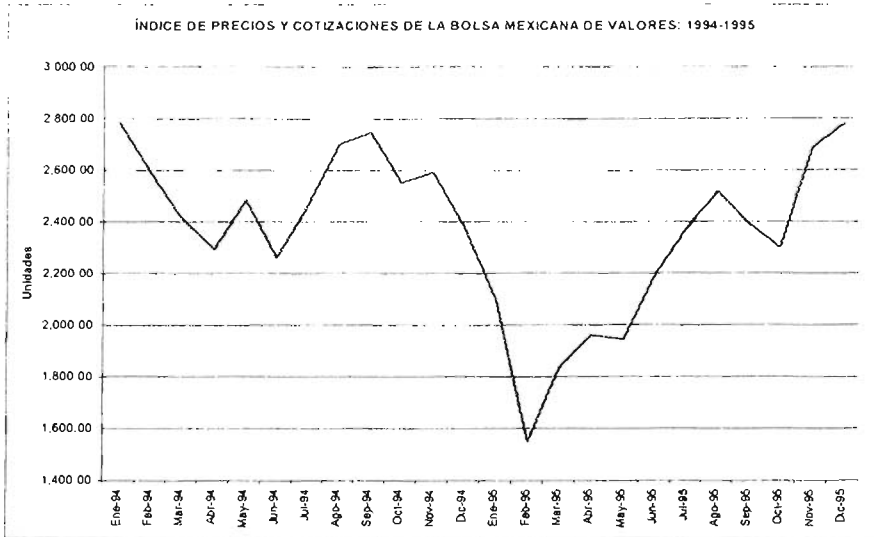
En el mercado de valores se registró una gran cantidad de venta de acciones [ver gráfica 5] y de bonos gubernamentales denominados en pesos; al contrario, hubo gran cantidad de compras de divisas, principalmente dólares, lo que disminuyó aún más las reservas federales de México y disparó una presión a la baja del tipo de cambio.

La capitalización de la BMV pasó de 50 mil millones en el mes de noviembre de 1994, a 18 mil millones en febrero de 1995, el peso mexicano perdió un 40% de su valor frente al dólar americano; mientras que las tasas de interés a corto plazo superaron el 80 por ciento.

¹⁴¹ En 1993 el 70% de la deuda gubernamental estaba denominada en CETES, y el 6% en tesobonos; mientras que en diciembre de 1994 los tesobonos (en dólares) representaban el 87% y los CETES un 10%. Esto significa que el saldo de tesobonos superaba el nivel de reservas a mediados de este año.

¹⁴² Durante la jornada del 22 de diciembre de 1994, el IPyC de la BMV registró un máximo de 2,332.64 puntos porcentuales y un mínimo de 2,151.15 unidades, cerrando con un total de 2,306.26 puntos.

GRÁFICA 4



Fuente: elaboración propia.

La conjugación del incremento en las tasas de interés y la caída bursátil frenaron la actividad económica mexicana; con lo que la contracción de la misma se agudizó con la caída del PIB en un 6.2% en 1995. Esta devaluación incrementó la espiral inflacionaria en 52 puntos porcentuales [ver cuadro 33], la que a su vez, desencadenó una gran crisis bancaria en la que 12 bancos,¹⁴³ medianos y pequeños, fueron intervenidos por el Estado entre 1995 y 1997.

Lo anterior se llevaría a cabo mediante un costoso programa de rescate y apoyo bancario; dicho programa resultaría a la postre, un gran fracaso: el llamado Fobaproa (Fondo Bancario de Protección al Ahorro).¹⁴⁴

¹⁴³ Los doce bancos que representaban en su conjunto el 17% de los activos totales del sistema bancario representaron, en diciembre de 1995, el 12% de los intereses vencidos del total de los créditos en México.

¹⁴⁴ Organismo creado en 1990 y administrado por el Banco de México.

3.2.2 Programas de Ajuste

El 13 de marzo de 1995, dos semanas antes de la firma del segundo acuerdo con el FMI, las tasas de interés nominales aumentaron en más de 30%; por lo que se presentó la necesidad de crear un programa de rescate que proporcionara apoyo a la situación de la economía mexicana.

El programa de rescate, de más de 42 mil millones de dólares, consistía en permitir que el tipo de cambio fluctuara libremente (*flotación sucia*), en contraposición al tipo de cambio reptante (*cuasi-fijo*) del periodo anterior.¹⁴⁵ Este ajuste también contenía la publicación mensual de las metas de crecimiento de la base monetaria, tanto en la parte externa como interna, lo que permitió la recuperación de la política monetaria en 1995. Sin embargo, la publicación de estas metas significó el desplome del multiplicador monetario,¹⁴⁶ debido al *proceso deflacionario* y a la *remonetización*, ambos llevados a cabo entre 1996 y 1997.

En cuanto a la política fiscal, ésta se ajustó a la baja durante los primeros años posteriores a la devaluación, años en que el excedente se destinó al pago del rescate bancario, procedimiento que acentuó más la recesión de 1995.

Ante la posible quiebra de la banca mexicana en 1995, caracterizada por la abrupta devaluación de la moneda, el gobierno federal introduce varios programas para salvar al sistema bancario; entre los cuales destaca el Fobaproa.

Uno de los puntos más importantes de esta propuesta tenía que ver con la conversión a deuda pública de los pasivos de esta institución (tal como se hizo en 1999), con la finalidad de incentivar la capitalización de los bancos.

Básicamente, el Fobaproa compró gran parte de la cartera dudosa a valor contable (neto de reservas), mediante un pagaré a 10 años que devengaría el tipo de interés de los CETES (91 días). Dicha cartera fue traspasada a una gestora del banco comercial responsable de la administración y gestión de cobro de la cartera. Los ingresos resultantes serían destinados a la amortización del documento y, en el caso de que a la fecha del vencimiento del mismo no se hubiera cubierto el importe total, el Fobaproa se encargaría de pagar entre el 70 y 80 por ciento [Vilaniño, 2000: 43].

¹⁴⁵ Hemos de recordar que antes de liberar la flotación del tipo de cambio el 22 de diciembre de 1994, el tipo de cambio se encontraba dentro de una banda de flotación estrecha y regulada por Banco de México.

¹⁴⁶ Relación entre el M2 y la base monetaria, al considerarse el crédito de la banca a la economía y excluyendo la cartera del Fobaproa.

Lo anterior se llevó a cabo cuando las autoridades propusieron a los bancos comprar dos pesos de cartera vencida por cada peso que éstos inyectaran de capital, mientras que esta cartera seguiría siendo administrada por los mismos bancos. El gobierno daría a cambio a los bancos el CETE (a diez años), mediante un acuerdo escrito en un pagaré no negociable en el mercado secundario y cuyos intereses serían devengados al finalizar el plazo.

De esta manera, el Fobaproa compró aproximadamente 34% de la cartera total de los bancos; absorbiendo un total de pasivos por 552,300 millones de pesos y activos del orden de los 360 mil millones de pesos.

Esta propuesta realizada por las autoridades respondía al orden de contabilizar los pasivos del Fobaproa como parte de la deuda interna y evitar que ésta se siguiera acumulando en el tiempo. Sin embargo, en marzo de 1998, la deuda pública interna neta como porcentaje representaba ya el 7.4% del PIB real de la economía que, junto a la deuda externa se elevaría hasta 29.1%, y al agregar los pasivos del FOBAPROA sumaban un total de 44.6% del PIB; cifra que es comparable con algunos países de la OCDE.

El 2 de enero de 1995, se anunció la existencia de un paquete de ayuda de 18 mil millones de dólares para hacer frente a la situación. La aportación de este capital sería llevada a cabo por varias instituciones: el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, el Banco de la Reserva Federal de New York y por algunos gobiernos europeos a través del Banco de Pagos Internacionales de Basilea [Vilaríño, 2000: 43].

No obstante, este anuncio no reflejó gran mejoría, de tal forma que el peso mexicano continuó su caída, mientras que la BMV mostró grandes pérdidas ocasionadas por el vencimiento en 1995, de 50 mil millones de dólares contra las arcas de reservas prácticamente vacías.

Posteriormente, el 31 de enero del mismo año, el gobierno de Bill Clinton anunció que proporcionaría 20 mil millones de dólares más a la causa mexicana, al mismo tiempo que el FMI participaría en el rescate bancario con un total de 17,800 millones de dólares.

No obstante, el gobierno mexicano instauró otros programas de apoyo al Fobaproa, como el Programa de Liquidez en Moneda Extranjera en enero de 1995, el cual inyectó liquidez en dólares para pagar las tenencias de los tesobonos. En febrero del mismo año, se crea el Programa de Aumento a las Reservas, el cual resultó ser ineficiente para capitalizar a la banca mexicana y que de esta forma dieran mayor respaldo a los ahorradores y al mismo tiempo pudieran superar los problemas de cartera vencida.

En el mes de marzo, se instauró el Programa de Capitalización Temporal (Procapte) y la ampliación del límite de inversión extranjera en la banca local; este programa tenía como objetivo la capitalización de los bancos a corto plazo mediante la libre entrada de inversión extranjera al país. En el mes de abril de 1995, surge el Programa de Unidades de Inversión (Udi's), con el cual se trató de dar confianza a los inversionistas al ofrecerles inversiones en unidades de inversión como instrumentos indizados con rendimientos reales por arriba de la inflación.

En mayo de 1995, inicia el Programa de Compra Selectiva de Cartera, mediante este programa, el FOBAPROA adquirió la cartera vencida de los bancos, a manera de que el gobierno pudiera actuar como prestamista de los bancos a largo plazo con tasas subvencionadas mientras hubiera crisis de liquidez; por otra parte, también podría comprar acciones bancarias para después venderlas a un precio que permitiera recuperar el costo del rescate o en su caso, comprar cartera vencida irrecuperable.

El gobierno mexicano (sin autorización del Congreso de la Unión) aumentó la deuda pública en 65 mil millones de dólares.¹⁴⁷

En agosto del mismo año, se crea el Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores (ADE), este programa de reestructuración de créditos tenía por objeto la ampliación de los plazos y la recuperación de deudores para que pudieran hacer frente a sus obligaciones y que, por otro lado, la banca creara reservas.

Para el último mes de 1995, el Programa de Generalización de la Compra de Cartera agudizó el problema, ya que gobierno mexicano y el Fobaproa se quedaron con la cartera vencida, la que en 1988 se convirtió en deuda pública.

En mayo de 1996, Se diseñó el Programa Hipotecario con la finalidad de reestructurar en Udi's los créditos otorgados en este sector, ya que éstos valían más que los inmuebles que los garantizaban. Un mes después, se crea el Programa de Apoyo a los Deudores Agrícolas y en agosto del mismo año, el Programa de Apoyo a la Mediana Empresa con participación de la banca extranjera.

La rapidez del proceso deflacionario y la disminución de la volatilidad externa de las tasas de interés facilitaron la recuperación de los saldos reales a partir de 1996 y 1997; pero un año más tarde, este efecto se vio mermado a causa del *corto*¹⁴⁸ impuesto por el Banco de México debido a los nuevos ajustes que atendían a las necesidades fiscales frente a la

¹⁴⁷ El 18% de este monto se utilizó para apoyo a los deudores y el 82% restante se empleó para el rescate bancario; el cual fue pagado por los ciudadanos por la vía impositiva y por el ahorro bancario de los mismos.

¹⁴⁸ Posición abierta en la que los pasivos exceden a los activos. Política monetaria instrumentada por los bancos centrales para reducir el circulante.

caída de los precios del petróleo en el mismo año. De igual forma, las tasas de interés se vieron afectadas por cinco incrementos en la posición corta de la banca comercial durante 1998, las cuales también fueron impuestas por Banco de México; estas elevaciones de tasas se hicieron con el fin de mantener el tipo de cambio para el año siguiente.

En 1998, se instrumentaron 3 ajustes al gasto público, con los que se pretendía respetar el saldo programado para ese año; estos ajustes tuvieron consecuencias sobre la inflación, llegando hasta el 18% contra un 12% previsto para el mismo año. A pesar de ello, la dirección de la política fiscal continuó siendo restrictiva hasta que a finales de 1999, y gracias al incremento de los precios del petróleo, seguido por los ingresos de capital al país se inició el proceso de recuperación de la economía mexicana.

Para el año 2000, se presentó un gran auge en las exportaciones del país, el cual mantuvo la demanda agregada a altas tasas de interés.

La crisis perduró prácticamente 5 años, y su culminación puede situarse en los importantes procesos de fusión de la banca mexicana con la banca extranjera.

A partir de 1999, el ciclo económico mexicano presentó fuertes alteraciones en la política fiscal y monetaria. Fue entonces cuando la economía mexicana debió realizar un proceso de constantes ajustes como consecuencia de la crisis asiática y posteriormente de la rusa, las cuales acentuaron la desaceleración de las exportaciones mexicanas y la caída de los precios de las mercancías.

3.2.2.1 *Reformas Estructurales de Segunda Generación*

A partir del análisis anterior sobre las reformas de primera generación, podemos decir que existen algunas reformas que deben continuar su desarrollo, como es la desregulación y el proceso de privatización; de tal forma que, el Estado minimice su intervención y participación en algunos sectores de la economía, principalmente el bancario; en el cual las mismas instituciones deben encontrar la manera para administrar su capital mediante una sana operación, como se ha estudiado en los periodos anteriores. La descentralización ha sido una pequeña parte del avance en materia de eficiencia y rentabilidad; sin embargo, es necesario incluir otros intermediarios además de los bancos en el nuevo modelo de economía de mercado.

Al mismo tiempo, es importante destacar la necesidad de un mercado de capitales que complemente la eficiencia del sistema bancario mexicano, mediante la introducción de nuevos y mejores agentes financieros que promuevan la eficiencia de la economía.

En cuanto a la relación entre las reformas estructurales y las políticas macroeconómicas, las primeras pueden contribuir a las segundas; sin embargo, debido a su naturaleza intrínseca también pueden perjudicar la instrumentación y secuencia del entorno macroeconómico; claro ejemplo es la reforma comercial instrumentada exitosamente durante el periodo de 1988 a 1991 como instrumento macroeconómico para reducir la espiral inflacionaria de años anteriores; no obstante, al no realizarse una modificación pertinente frente al nuevo paquete económico, éste se vio afectado de tal modo que acentuó los costos de la misma reestructuración asociada a la liberalización comercial.

De igual forma, podemos aplicar este razonamiento a la reforma financiera, ésta contribuyó, en primera instancia, al financiamiento del déficit fiscal y al freno en las fugas de capital; pero después, cuando sobrevino un efecto inflacionario y altos índices en las tasas de interés éstas reformas dificultaron el control de las finanzas públicas y por lo tanto, afectaron el manejo de la misma inflación.

Las privatizaciones por su parte, han contribuido al buen funcionamiento de las perspectivas inflacionarias, pero descuidaron los efectos de las mismas en cuanto a la eficiencia en la asignación de recursos y costos de operación.

En cuanto a la desregulación y liberalización financiera frente al modelo globalizador, el cual debe contener una movilidad de capitales casi perfecto, tiene consecuencias inminentes en cuanto a la concentración excesiva de deuda pública, tal como sucedió entre 1991 y 1993.

En materia fiscal, su perspectiva a mediano plazo, ha contribuido a una tendencia de estandarización frente a sus socios comerciales, reduciendo así, la carga fiscal ante la pérdida de eficacia fiscal; mientras que por otra parte, fomentó la dependencia de los recursos petroleros y como consecuencia, la recaudación fiscal ha disminuido, limitando la capacidad del gasto federal y la capacidad productiva de la economía mexicana [Clavijo, 2000: 54].

La reducción de la participación del Estado en la actividad económica, implicó el equilibrio fiscal; la eliminación de cualquier tipo de política gubernamental dado que con ello se podría alterar el equilibrio en el mercado; la privatización de las empresas y los servicios públicos, así como la desregulación de las actividades económicas.

Asimismo, la propuesta de "nueva cultura laboral", encaminada a flexibilizar las relaciones entre el capital y el trabajo, limitó la capacidad de los sindicatos para fijar salarios y prestaciones; así como la posibilidad de eliminar los contratos colectivos de trabajo; e incrementar la capacidad patronal para establecer salarios, prestaciones y condiciones laborales.

En enero de 1999, el presidente de la república propuso privatizar la generación y distribución de la energía eléctrica, uno de los dos sectores estratégicos con presencia gubernamental.

En cuanto al sector petrolero, tenemos que, debido a la escasa recaudación fiscal, el gobierno carece de capacidad de maniobra, por lo que los estados y municipios deben considerar la prioridad de invertir en la infraestructura de producción y explotación de petróleo, gas, refinación y petroquímica de PEMEX.

Como respuesta a esto, será necesaria, la revisión a la *ley de Ingresos*; mediante la cual, el 39.2% de los ingresos fiscales correspondientes a este sector, deben canalizarse hacia la infraestructura de la paraestatal; mientras que el 60.8% restante debe enfocarse al pago de derechos de explotación de hidrocarburos [Clavijo, 2000: 57].

Por otro lado, la inversión necesaria para que PEMEX complete su desarrollo, deberá provenir también, de proyectos y negociaciones con empresas globales que impulsen la internacionalización y modernización de dicha industria; esto con la finalidad de reducir las pérdidas de 2,263 millones de pesos que en la actualidad presenta PEMEX. A su vez, será necesario iniciar el proceso de desintegración de aquellas plantas petroquímicas obsoletas, de tal forma, que se suspendan las operaciones no rentables y reforzar las áreas en donde se tiene la posibilidad de obtener mayor provecho.

No obstante, la situación de las paraestatales es incierta; ya que la Secretaría de Economía se muestra renuente a la reactivación de estos sectores mediante la intervención de capital extranjero, debido a su intención de proteger las empresas nacionales ante la competencia de importación de cualquier hidrocarburo o petroquímico.

En cuanto a la reforma laboral se refiere, el bajo crecimiento económico registrado en México, ha ocasionado el cierre de una gran cantidad de empresas; pero los altibajos que han sufrido los registros patronales y su planta productiva también tienen que ver con las prácticas informales que en ellas ocurren, principalmente en materia laboral. Este fenómeno se percibe al revisar las cifras del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), cuyos datos constituyen uno de los inventarios más confiables sobre el sector formal de la economía. Al cierre del 2000 había 799 819 patrones acreditados por el IMSS, para el

2001 dicho patrón se incrementó a 803 180 empleadores y para el 2002 aún se observó una tendencia a la alza. Sin embargo, a principios del 2003 esta situación comenzó a decrecer significativamente como resultado de las bajas ventas y a cancelación de algunos mercados; además del nuevo régimen de contratación vía honorarios y comisión, derivados de la disminución en los costos que representan para las empresas. Lo anterior ha ocasionado quebrantos financieros, la caída en las cuotas patronales y, por tanto en el empleo.

Ante el repunte de la economía nacional, a principios del 2003, y con la consolidación de las inversiones, se espera la creación de nuevas empresas y obras de ampliación en las plantas existentes. Sin embargo, esto será viable sólo en el caso de la instauración de nuevos programas que aseguren la creación de empleos basados en un sistema de contratación permanente y que actúe conforme a los estándares planteados por el IMSS; de otra forma, el empleo continuará disminuyendo.

3.3 *Sistema Financiero Mexicano*

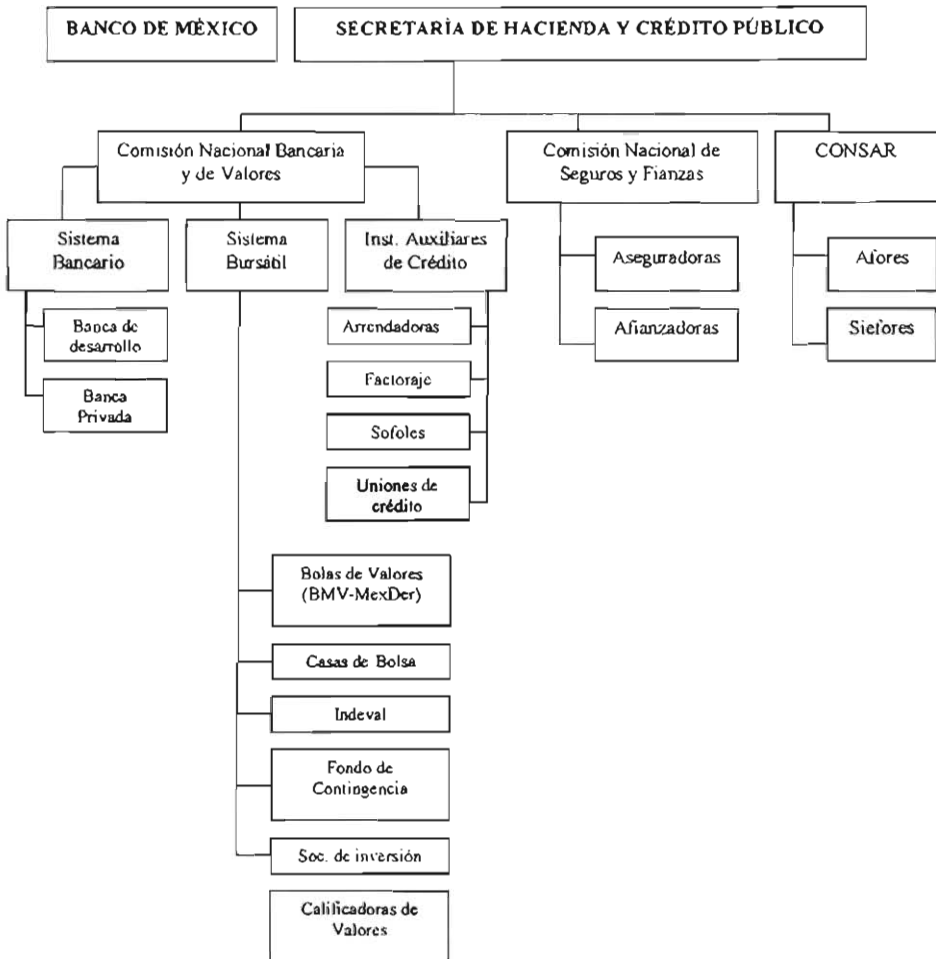
La crisis de 1994 constituyó el primer colapso de la economía abierta y desregulada, pero principalmente representó la primera gran crisis del nuevo sistema financiero configurado con las reformas realizadas en este sector entre 1988 y 1991.

La evolución de la economía nacional bajo la nueva modalidad, planteó un importante problema financiero, ya que para lograr un crecimiento económico como el que se requería era necesario poder financiar un ciclo de inversión que permitiera recuperar los rezagos de la década de los ochenta.

El reacomodo financiero realizado en México desde principios de los noventa se llevó a cabo como resultado de las tensiones generadas por las exigencias estructurales de la apertura financiera y de los nuevos socios comerciales del país; por lo que las transformaciones institucionales realizadas durante la década de los noventa se pueden sintetizar en: una nueva vinculación del país con los mercados internacionales; la continuación del proceso de liberalización del sistema financiero en el país; la creación de fondos para el ahorro de largo plazo; un proceso de reformas sobre la regulación y

supervisión de los bancos y grupos financieros, así como la fusión de los mismos con instituciones extranjeras.

3.3.1 Estructura del Sistema Financiero Mexicano: 1997



Fuente: Heyman, 1998: 31.

3.3.2 Reformas en Materia Financiera

Durante 1994 destacan ciertas reformas de gran importancia en materia financiera; como las tendientes a simplificar los requisitos de autorización a ciertas operaciones de la banca múltiple; igualmente se realizaron diversas modificaciones al régimen que aplicaba las operaciones de reporto de casas de bolsa para uniformarlo al de las instituciones de crédito; también se definieron los límites permisibles para las variaciones derivadas de la cotización de la moneda nacional respecto a otras, con el fin de proteger el capital de las casas de bolsa.

En abril de 1994 se publicaron las *reglas para el Establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior*, además de la creación del Comité de Apertura Financiera. En noviembre del mismo año se otorgó la autorización al Banco de México para establecer un mercado *extrabursátil* de futuros sobre tasas de interés nominales y sobre el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC).

En enero de 1995, se aprueba, mediante el Fobaproa, el establecimiento de una ventanilla de liquidez en dólares; mientras que para marzo del mismo año, se introduce un nuevo sistema de *encaje promedio cero* y se introduce la *tasa de interés interbancaria de equilibrio* (TIEE), la cual sustituye a la TIIP.¹⁴⁹ En el mismo mes de marzo, se dictan nuevos requerimientos para la constitución de reservas preventivas: el 60% en carteras vencidas o el 4% de la cartera total; además de la creación del programa *Procapte* (Programa de Capitalización Temporal), el cual funciona mediante la colocación de obligaciones subordinadas de conversión obligatoria¹⁵⁰ por parte de las instituciones interesadas, mismas que se adquieren y administran por el Fobaproa, mediante un financiamiento otorgado por Banco de México. Los recursos recibidos por los bancos quedarían depositados entonces en el banco central, al mismo plazo y tasa que las obligaciones. Un mes más tarde, se lleva a cabo la reestructuración del programa de crédito en Udi's.

Para mayo de 1995 la *Comisión Nacional Bancaria* (CNB), se fusiona con la *Comisión Nacional de Valores* (CNV), formando así la hasta ahora vigente: *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* (CNBV); esta nueva comisión funge, a partir de este momento, como una entidad con el objeto de fortalecer la supervisión y vigilancia del sistema

¹⁴⁹ Tasa de interés interbancaria promedio.

¹⁵⁰ En este tipo de obligaciones se subordina el pago y se obliga al tenedor del título a convertirse de acreedor a accionista; pasan al mercado de valores con el mismo nombre.

financiero mexicano, adquiriendo también la capacidad para otorgar autorizaciones a agentes financieros; homologar los criterios contables respecto de las normas internacionales, ampliar los mecanismos de información financiera y la divulgación de la misma.

Durante el año de 1995, se realizan otros ajustes importantes a las leyes financieras, algunos de ellos obtenidos de la experiencia de la crisis de 1994. No obstante, la mayoría de estos cambios fueron la continuación de los procesos para definir el porcentaje del capital ordinario aplicable a los accionistas mexicanos, extranjeros y a las instituciones financieras.

Los ajustes a las disposiciones durante 1995 referentes a estos límites fueron determinados según la institución o sector financiero, de tal forma que los extranjeros podían tener la propiedad de 49% de las acciones de instituciones de crédito, casas de bolsa y grupos financieros y como límite individual se tendría el 20%. En cuanto a instituciones financieras extranjeras propietarias de subsidiarias extranjeras de grupos filiales, bancos comerciales y casas de bolsa podrían tener la propiedad del 51% del capital de las nuevas subsidiarias. Con respecto a las filiales de instituciones financieras extranjeras en el capital total de bancos comerciales, casas de bolsa, compañías de seguros y de fianzas, el banco comercial filial individual tendría un límite de 1.5% de la banca comercial total, y siendo toda la banca comercial filial tendría un límite del 8% de la banca comercial total. La casa de bolsa filial se limitó al 4% del total de las casas de bolsa de México; mientras que el límite para el capital neto total de las casas de bolsa filiales sería del 10% del total.

Para las aseguradoras filiales individuales el límite de propiedad sería el 1% de la solvencia bruta total de las aseguradoras mexicanas; mientras que el límite para las aseguradoras filiales sería el 6% del total de las mexicanas.

El límite agregado para las empresas de factoraje y arrendamiento financiero sería del 10% del capital total de sus instituciones en México.

En los primeros meses de 1995, también se aprueban las operaciones de los mercados cambiarios en relación con los futuros del peso frente al dólar americano y las opciones en dólares; esta aprobación se llevó a cabo en tres etapas: comenzando por la operación de futuros sobre dólar; después se previó operar el contrato a futuro sobre el IPC; y finalmente, la negociación de las acciones individuales e índices accionarios, así como sobre las tasas de interés.

Otra de las reformas financieras que continuó su desarrollo fue la aprobación de la autonomía del Banco de México iniciada el 17 de mayo de 1993, mediante la modificación del artículo 28 constitucional; esta iniciativa estaba acompañada de la reforma a los artículos 73 y 123, referentes a las facultades del Congreso Federal frente al banco central y a los intermediarios de servicios financieros. Con esta disposición se fijó el límite máximo de recursos que el Banco de México puede prestar al gobierno federal, equivalente al 1.5% de las erogaciones previstas en el *Presupuesto de Egresos de la Federación*, y los recursos serían destinados sólo a la compensación de desequilibrios transitorios entre los ingresos y egresos del país.¹⁵¹

En abril de 1995, la SHCP concedió a filiales de instituciones financieras 21 autorizaciones definitivas para cuatro grupos financieros, nueve Sofoles, una empresa de factoraje financiero, seis instituciones de seguros y una afianzadora.

En enero de 1996, las compañías de Canadá y Estados Unidos que sean socios de las aseguradoras mexicanas podrían aumentar su participación accionaria hasta el 100%.

Para agosto, se crea la figura de empresas de valuación y venta de activos, bajo la razón social de sociedades anónimas de capital variable y actuarían como subsidiarias del Fobaproa al realizar la venta de los activos.

En 1997, el Banco de México presenta una serie de reformas al régimen de inversión para operaciones en moneda extranjera, las cuales proponen que las instituciones de banca múltiple cuenten con un régimen adecuado a la correcta administración de la liquidez sobre estas operaciones, fomentando la captación de divisas y canalizándolas hacia las reservas del país.

En mayo de 1998, se publican las reformas a la *ley de Instituciones de Crédito*; la *ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito* (LOAAC); la *ley Federal de Instituciones de Fianzas*; la *ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros*; la *ley del Mercado de Valores* y la de los *Sistemas de Ahorro para el Retiro*.¹⁵²

En el mes de septiembre de 1998, el Banco de México establece un mecanismo de depósitos obligatorios para las instituciones de crédito, mediante el cual se crea un fondo con un monto total de 2.5 millones de pesos.

El 12 de diciembre de 1998, se aprueba la *ley de Protección al Ahorro Bancario*, mediante un instituto del Fobaproa, al igual que el encaje histórico de los pagarés del mismo por

¹⁵¹ Dicho límite podía rebasarse si se tratara de atender el servicio de la deuda interna.

¹⁵² El desarrollo de dichas reformas están especificadas en el apartado de las reformas a las leyes del sistema financiero del presente capítulo.

otros de mayor calidad; con lo que se sustituía a esta entidad por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), con el fin de dar mayor seguridad a los ahorradores y depositantes, y contribuir así al fortalecimiento del sistema bancario nacional.

En enero de 1999, se publica la *ley de protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros*, con lo que se da origen a la *Comisión Nacional para la Protección y Defensa de Usuarios Financieros* (CONDUSEF).

En diciembre del mismo año se publican las reformas de la *ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros* (LGISMS). Al mismo tiempo, se aprueba la *ley de Concursos Mercantiles*, así como la reforma al artículo 88 de la *ley Orgánica del Poder Judicial de la Federación*, con lo que el concurso mercantil quedaría conformado por dos partes: las conciliaciones¹⁵³ y las quiebras.¹⁵⁴

También, en 1999 se aplicó un presupuesto de 30 millones de pesos para el Programa de Saneamiento Financiero y fue entonces cuando la deuda se legalizó con un monto total de 850 mil millones de pesos, superior a la deuda externa de este año (737 millones de pesos) [Dieck, 2003: 55].

El Congreso de la Unión aprobó un nuevo paquete de reformas a principios de 2001, el cual contenía siete iniciativas de ley en materia financiera, éstas modificaciones fueron publicadas en junio de 2001,¹⁵⁵ modificando a las siguientes: *ley de la CNBV*; *ley de Sociedades de Inversión* (LSI), *ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito* (LGOAAC); *ley de Instituciones de Crédito* (LIC); *ley para Regular las Agrupaciones Financieras*, y la *ley que convierte al Patronato del Ahorro Nacional en el Banco de Ahorro Nacional y Servicios Financieros* (BANSEFI); y finalmente, la *ley del Mercado de Valores* (LMV).¹⁵⁶

De este modo, nace un nuevo marco legal para el sector financiero a principios del milenio; el cual se realizó con el objeto de una mejor supervisión y regulación, mayor transparencia del SFM y mejorar el desempeño de la banca.

¹⁵³ Proceso mediante el cual se liquida una empresa por razones no relacionadas con los pasivos de las mismas.

¹⁵⁴ Proceso mediante el cual se liquida una empresa debido a la pérdida de las $\frac{1}{4}$ partes de su capital social.

¹⁵⁵ Cabe aclarar que algunas de estas iniciativas quedaron pendientes, aunque fueron aprobadas por la Cámara de Diputados, se quedaron detenidas en la Cámara de Senadores.

¹⁵⁶ El contenido de estas leyes se especifica en los apartados correspondientes del presente capítulo.

3.3.3 Sistema Bursátil Mexicano

A partir de 1994, se publicaron las disposiciones relativas al establecimiento de oficinas de representación de casas de bolsa en el exterior. Además de que en el marco del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), se autorizó a las casas de bolsa realizar operaciones de compra-venta al contado de divisas contra divisas, teniendo como contraparte únicamente a las instituciones de crédito, casas de cambio y entidades financieras del exterior.

En junio de 1994 se adecuaron las reglas para la colocación de los valores gubernamentales, tales como los requisitos de participación en subastas de colocación primaria y las reglas de propiedad de los títulos en la banca central hasta que el postor pague el precio correspondiente de los valores.

En el año de 1995, inicia operaciones el BMV-SENTRA *títulos de deuda*,¹⁵⁷ permitiendo negociar títulos de deuda y proporcionando al usuario un instrumental informático moderno, seguro y confiable para intervenir en corros y subastas, desde las mesas de dinero de los intermediarios participantes.

Un año más tarde, en 1996 se introduce al mercado de valores la utilización del BMV-SENTRA *capitales*,¹⁵⁸ sistema que permite al usuario registrar ofertas públicas,¹⁵⁹ consultar hechos y posturas, ingresar órdenes y “cerrar” operaciones con *warrants* y valores accionarios, así como registrar precios de valuación de sociedades de inversión y negociar *picos*.¹⁶⁰ De igual forma, el operador puede registrar órdenes *en firme*¹⁶¹ o *de cruce*.¹⁶² A partir de esta fecha, la totalidad del mercado es operado por este medio electrónico.

Con el objetivo de ofrecer un mercado de cobertura estandarizado en México, desde 1995, tanto las autoridades financieras como los intermediarios se dieron a la tarea de

¹⁵⁷ Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación de títulos de deuda.

¹⁵⁸ Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación para el mercado de capitales.

¹⁵⁹ Se considera oferta pública la que se realice mediante algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir algún título de crédito que sea emitido en serie o en masa en los términos que la ley rija.

¹⁶⁰ Cantidad menor a un lote (100 acciones) que se puede comprar o vender en el mercado de valores.

¹⁶¹ Es una orden de compra que se llena por escrito y se deposita en el corro para que se le asigne un folio, el cual le dará preferencia sobre cualquier otra operación, ya sea al mismo precio o mejor.

¹⁶² Operación de cruce o registro es cuando un operador de piso o agente de bolsa lleva a cabo una operación de compra y venta que coinciden en emisión, cantidad y precio. Se dice de registro cuando se hace por oferta pública.

desarrollar un mercado de futuros y opciones. El *Mercado Mexicano de Derivados* (MexDer), surgió como respuesta a la necesidad de contar con un mercado organizado.

Para ofrecer un sustento normativo a este nuevo proyecto, el 31 de diciembre de 1996 se publicó, en el *DOF* las "Reglas a las que habrán de sujetarse las Sociedades y Fideicomisos que intervendrían en el establecimiento y operación de un Mercado de Futuros y Opciones cotizados en Bolsa", y el 16 de mayo de 1997, la CNBV emitió las "Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el Mercado de Futuros y Opciones cotizados en Bolsa".

Con respecto a lo anterior, las *Reglas* proveerían de un marco normativo para las funciones de los participantes del mercado en tanto que las *Disposiciones* ofrecerían el marco regulatorio que obedecen a los esquemas operativos, de control de riesgos, supervisión y vigilancia del mercado.

De esta forma, tanto el MexDer como Asigna, Compensación y Liquidación emitieron sus propios reglamentos en noviembre de 1998 y manuales en diciembre del mismo año. Fue entonces, bajo estos documentos, que se crearon y autorizaron las figuras de *Socios Liquidadores* y *Socios Operadores*.

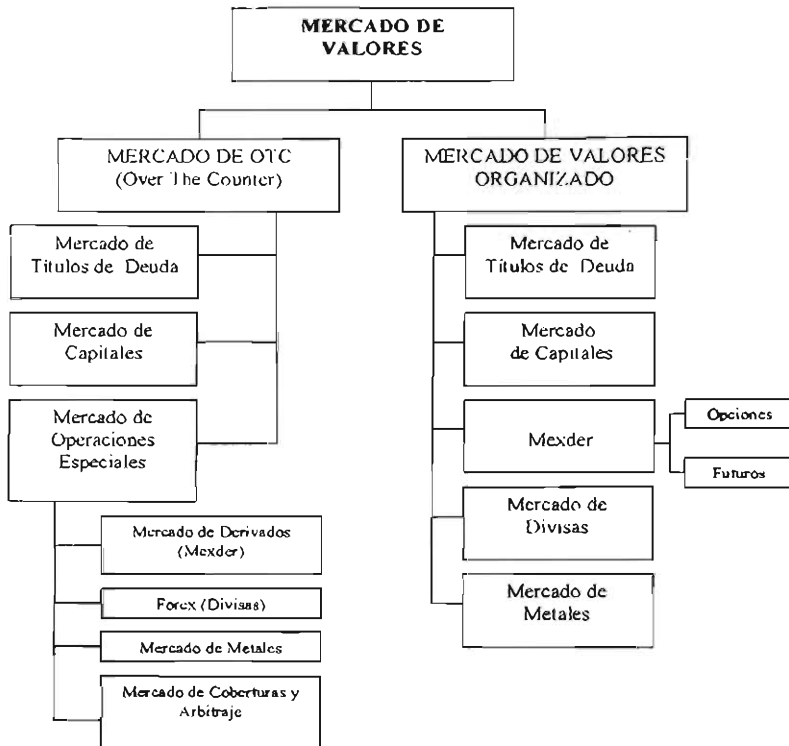
En 1998, se constituye la empresa de Servicios de Integración Financiera, para la operación del sistema de negociación de instrumentos del mercado de deuda (BMV-SENTRA *títulos de deuda*).

El 11 de enero de 1999, la totalidad de la negociación accionaria se incorporó al sistema electrónico y, a partir de entonces, el mercado de capitales de la BMV opera totalmente por medio del BMV-SENTRA *capitales*.

En este año, también se listaron los contratos de futuros sobre el IPC en el MexDer (cuando el principal indicador alcanzó un máximo histórico de 7,129 puntos en diciembre de 1999).

Estas disposiciones, respondieron a las necesidades del TLCAN, frente a las cuales México pretendía mantener el control de su sistema financiero, y en especial el bursátil, desarrollando en este último sector un nivel altamente competitivo que impulsara la economía nacional; mediante la adecuación de las diversas instituciones bursátiles ante la apertura económica y la gran cantidad de inversiones extranjeras que aterrizarían en el mercado de valores.

3.3.3.1 Estructura del Mercado de Valores



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

3.3.3.2 Reformas a la Ley de Mercado de Valores

El 15 de febrero de 1995, se publicó en el *DOF*, en conjunto con las nuevas leyes financieras, la nueva *ley del Mercado de Valores* (LMV); mediante la cual se modificaba el artículo 17, frac. II, inciso "B", segundo párrafo, donde la SHCP autorizaba la inversión extranjera incluyendo la de entidades financieras del exterior en el capital social de las casas de bolsa y especialistas bursátiles; la tenencia individual extranjera era hasta el 10% (con la autorización de la SHCP podía ser hasta el 15% del capital).

También se modificó el artículo 17 *bis*, en el que se especificaba el capital social de las casas de bolsa y especialistas bursátiles; mientras que a partir de esta fecha sería dividido en una parte ordinaria y otra parte adicional; la parte ordinaria, sería dividida en acciones series "A" y "B" y cuyos porcentajes son: "A" 51%, "A" y/o "B" 49%, y el capital social adicional se compondría de acciones serie "L", cuyo porcentaje es hasta del 40%; las personas que podían ser accionistas de la serie "A" serían personas físicas y morales mexicanas, cuyo capital mayoritario sea mexicano y controladas por éstos, las acciones series "B" y "L" serían de libre suscripción (salvo las restricciones previstas en el artículo 17, fracción II de la misma ley).

También se modificaría el artículo 19, en el que se estipuló que ninguna persona física o moral podría tener en lo individual más del 20% de acciones de cualquier entidad financiera.

En cuanto a la modificación del artículo 22 de la misma ley, no se prevé que una casa de bolsa emita obligaciones subordinadas; pero si permitía que éstas emitieran obligaciones subordinadas de conversión obligatoria a títulos representativos de su capital social.

El Artículo 28 *bis*, en el que el capital social de filiales se integraba por una sola serie de acciones; ahora se integraría por acciones series "F" y "B", cuyos porcentajes son: "F" 51%, "B" y/o "F" 49%; ésta última serie podría ser adquirida por una sociedad controladora filial o por instituciones financieras del exterior.

Posteriormente, el 17 de noviembre del mismo año, se publican una nueva modificación a la LIC, con el objeto de dotar de mayores facultades a la CNBV, para proteger eficazmente los intereses de los usuarios del servicio de banca y crédito, a fin de establecer una relación mas equilibrada entre las instituciones y sus clientes, la Comisión podría suplir la deficiencia en las reclamaciones presentadas en beneficio de los usuarios de la banca.

El 30 de abril de 1996 se publicó el Decreto por el que se realiza una modificación a la *ley del Mercado de Valores* en lo relativo al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores, el cual queda liquidado.

El 10 de marzo de 1997 fueron publicadas en el *DOF* las Disposiciones referidas al artículo 52 *bis*-3 de esta ley. Dicha disposición se emitió considerando la necesidad de establecer las acciones que las instituciones de crédito, sociedades financieras de objeto limitado (Sofoles), casas de bolsa, especialistas bursátiles (EB) y casas de cambio deben

realizar para prevenir y detectar las operaciones sospechosas y operaciones relevantes.¹⁶³

El 12 de agosto de 1998, la Secretaría SHCP publicó las reglas a las que deberán sujetarse las sociedades filiales¹⁶⁴ a que se refiere el artículo 28 bis-15 de la *LMV*, de tal forma que estas sociedades deben constituirse como sociedades anónimas, debiendo estar representado su capital social por acciones que adquiera en forma mayoritaria o total una institución financiera del exterior que realice en el país en el que esté constituida el mismo tipo de actividades.

Las operaciones que realice la filial deben quedar documentadas a nombre del cliente y éstas deberán llevarse a cabo a través de las casas de bolsa, especialistas bursátiles, sociedades operadoras de sociedades de inversión o instituciones de crédito, no pudiendo llevar a cabo directa o indirectamente actividades de intermediación financiera.

Por otra parte, el 15 de diciembre entró en operación el *MexDer*, *Mercado Mexicano de Derivados, SA. de CV.*, con sede en la Ciudad de México.

De igual forma, entre el 12 de agosto y 30 de diciembre del mismo año, se modificaron las reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa. En tales reglas se incorporó la figura del *formador de mercado* como un participante que coadyuvará a la adecuada formación de precios; se permitió la actuación de personas físicas con el carácter de sociedades operadoras, con el propósito de dar mayor flexibilidad, acorde con la experiencia internacional;

Bajo este contexto, se ajustó el régimen de liquidación aplicable a los socios operadores¹⁶⁵ constituidos por entidades financieras que sean fideicomitentes de algún socio liquidador y que liquide exclusivamente operaciones por cuenta de dichas entidades, cuando se celebren contratos de futuros y contratos de opciones por cuenta propia.

El 13 de diciembre de 1998, se aprobaron por el H. Congreso de la Unión los Decretos por los que se expiden, reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la *ley del Mercado de Valores*; entre las principales modificaciones se encuentran las relativas al

¹⁶³ Aquellas operaciones que se realicen por un monto igual o superior a diez mil dólares.

¹⁶⁴ Estas sociedades tienen por objeto el manejo de cartera de valores, servicio que comprende el ofrecimiento o prestación habitual de asesoría, supervisión y, en su caso, toma de decisiones de inversión a nombre de terceros, respecto de valores, títulos y documentos emitidos en serie o en masa.

¹⁶⁵ Esta modificación señala que los socios operadores no podrían ser fideicomitentes en fideicomisos que tengan por fin operar como socios liquidadores.

régimen accionario de las instituciones de banca múltiple, de las casas de bolsa y especialistas bursátiles, y de las sociedades controladoras, estableciéndose que el capital social ordinario se integrará por acciones de la serie "O", las cuales junto con las acciones de la serie "L" serán de libre suscripción, permitiéndose con ello una mayor participación de la inversión extranjera en el capital de las referidas entidades financieras.

El 17 de mayo de 1999, esta ley fue nuevamente reformada; en este decreto se incluye la figura de los *consejeros independientes* como probables sujetos de responsabilidad penal, y de todo aquél que intervenga directamente en aquellas operaciones mediante las cuales se produzca no sólo quebranto sino también perjuicio patrimonial alguno de los integrantes del sistema financiero.

El 1º de junio de 2001, en conjunto con el paquete de reformas al SFM, fueron publicadas en el *DOF* diversas reformas a la LMV. Estas modificaciones pueden agruparse en 9 rubros de acuerdo con los objetivos que persiguen:

a) Protección de los Accionistas Minoritarios

Las minorías de tenedores de acciones de voto restringido que representen cuando menos el 10% del capital social de las sociedades emisoras, tendrán el derecho de designar a un consejero, a su respectivo suplente y a un comisario; a convocar a una asamblea de accionistas, y a solicitar que se aplaze la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideren suficientemente informados. Asimismo, los accionistas que representen cuando menos el 15% del capital podrán ejercitar directamente la acción de responsabilidad civil contra los administradores, comisarios y/o integrantes del comité de auditoría.

Por otro lado, los accionistas que representen cuando menos el 20% del capital social, podrán oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales respecto de las cuales tengan derecho a voto, cuando se satisfagan determinados requisitos.

b) Consejeros Independientes

Se establece que el consejo de administración de las sociedades emisoras que obtengan la inscripción de sus acciones en el RNV deberá estar integrado por un mínimo de 5 y un máximo de 20 consejeros propietarios, de los cuales cuando menos el 25% deberán ser independientes. Por cada consejero propietario se designará su respectivo suplente, en el

entendido de que los consejeros suplentes de los consejeros independientes deberán tener ese mismo carácter.

Asimismo, se establece que el consejo de administración de las casas de bolsa y especialistas bursátiles deberá estar integrado por un mínimo de 5 y un máximo de 15 consejeros de los cuales el 25% deberán ser independientes.

c) Comité de Auditoría

Se establece que las sociedades emisoras que obtengan la inscripción de sus acciones en el RNV, deberán contar con un comité de auditoría que deberá estar formado por consejeros, de los cuales el presidente y la mayoría de ellos deberán ser independientes. Dicho comité contará con la presencia del o los comisarios, quienes asistirán en calidad de invitados con derecho a voz y sin voto. El comité deberá opinar sobre transacciones importantes o con personas relacionadas, así como proponer la contratación de especialistas independientes en los casos en que lo juzgue conveniente.

d) Información Privilegiada

Se introduce el concepto de *evento relevante*,¹⁶⁶ asimismo, se señala que el conocimiento de eventos relevantes que no hayan sido revelados al público constituirá *información privilegiada*.¹⁶⁷ Al respecto, se establece una prohibición general a las personas que dispongan de información privilegiada de efectuar operaciones por cuenta propia o de terceros o, en su caso, de informar o dar recomendaciones a terceras personas para que realicen operaciones con cualquier clase de valores cuyo precio pueda verse influido por el uso de dicha información en tanto ésta tenga el carácter indicado.

Por otra parte, los emisores con valores inscritos en el RNV por regla general deberán informar al público los eventos relevantes relativos a ellas en el momento en que ocurran. Asimismo, se dispone que los directivos, gerentes, factores, auditores externos independientes, comisarios, secretarios de órganos colegiados y accionistas que detenten más del 10% del capital social de un emisor, únicamente podrán vender o comprar acciones del emisor con que se encuentren vinculados, mediante oferta pública.

¹⁶⁶ Consiste en todo acto, hecho o acontecimiento capaz de influir en los precios de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores.

¹⁶⁷ Cuando un "evento relevante" no se hace público mediante algún medio de información oficial, se le llama *información relevante*.

e) Revelación de Información

Antes de las reformas, toda la información sobre valores dirigida al público requería la previa autorización de la CNBV. Ahora, sólo la difusión de información con fines de promoción y publicidad sobre valores, dirigida al público, estará sujeta a la previa autorización de dicha Comisión. Por tanto, cualquier información de los emisores que no tenga ese fin podrá divulgarse sin el requisito de la autorización.

f) Registro Nacional de Valores

Se eliminó la Sección de Intermediarios del RNV, ahora *Registro Nacional de Valores*, con el objeto de suprimir el doble procedimiento que se veían obligados a seguir los intermediarios bursátiles, debiendo obtener por un lado la autorización para constituirse, y por otro, su inscripción en la referida Sección de Intermediarios de dicho Registro.

Asimismo, se adiciona la obligación para las emisoras que pretendan inscribir sus valores en el RNV de presentar a la CNBV mayor información que contribuya a la adecuada toma de decisiones por parte del público inversionista, así como la necesidad de contar con una calificación otorgada por una institución calificadora de valores cuando se trate de valores de deuda.

g) Bolsas de Valores

Se establece que además de las casas de bolsa y especialistas bursátiles, podrán ser accionistas de las bolsas de valores las instituciones de crédito, las instituciones de seguros, las instituciones de fianzas, las sociedades de inversión, las sociedades operadoras de sociedades de inversión, las administradoras de fondos para el retiro, las sociedades emisoras y otras personas que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

h) Contrapartes Centrales

Se incorpora la figura de las contrapartes centrales con el objeto de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones a cargo de los intermediarios del mercado de valores. Al efecto, las contrapartes centrales se constituirán como acreedoras y

deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones con valores que hubieran sido previamente concertadas, asumiendo tal carácter frente a los intermediarios, quienes a su vez mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí. Las contrapartes centrales deberán determinar y aplicar un sistema de salvaguardas financieras.¹⁶⁸

i) Certificados Bursátiles

Se contempla la existencia de un nuevo título de crédito: *certificados bursátiles*,¹⁶⁹ el cual podrá ser emitido por sociedades anónimas, entidades de la administración pública paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias.

Con motivo de la entrada en vigor de la reforma a la LMV en junio de 2001, la BMV concluyó la modificación a su reglamento interior, a fin de adecuarlo al nuevo marco normativo que rige la actividad en el mercado de valores e incluir ciertos aspectos operativos necesarios a la luz de la evolución de los mercados.

Con la citada reforma al Reglamento Interior se adecuan las normas aplicables a los miembros y sus operadores, a las emisoras y otros participantes del mercado de valores, y se modifican los esquemas de cumplimiento de las operaciones para que los mismos sean acordes con la próxima constitución de la contraparte central.

Con la finalidad de proporcionar a los participantes del sector bursátil mecanismos adicionales para poner en contacto la oferta y demanda de valores extranjeros, esta institución ha trabajado en la instrumentación de la segunda etapa del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) ahora denominado *Mercado Global BMV*, la cual pretende iniciar la operación del apartado de *deuda* de este sistema.

En virtud de lo anterior, la BMV modificó nuevamente su reglamento interior, adecuando algunas de las disposiciones aplicables al cumplimiento de las operaciones, auditorías, así

¹⁶⁸ Entendiéndose como tal, al conjunto de medidas que tienen por objeto asegurar el cumplimiento de sus obligaciones. Cabe mencionar que la prestación de este servicio únicamente podrá llevarse a cabo por sociedades anónimas que gocen de concesión del Gobierno Federal, así como que las contrapartes centrales sólo podrán actuar con tal carácter con los intermediarios del mercado de valores que sean sus socios, quienes a su vez podrán participar por cuenta propia o de terceros.

¹⁶⁹ Sus requisitos de emisión son sencillos, ya que no es necesario hacer constar su emisión en acta ante fedatario público, ni la resolución de una asamblea de accionistas que acuerde su expedición.

como a las medidas disciplinarias y correctivas, para ampliar las funciones de la bolsa en lo relativo a las actividades relacionadas con la operación del SIC.¹⁷⁰

Cabe destacar que dentro de la reforma del reglamento, la citada Comisión autorizó que cuando coticen en el SIC valores emitidos en el exterior por el gobierno mexicano y los instrumentos de deuda colocados en el exterior por personas o entidades mexicanas que estén inscritos en la sección especial del RNV, esos valores podrán ser adquiridos a través del SIC por personas físicas y morales de nacionalidad mexicana, además de los inversionistas institucionales y los calificados que se señalan en la misma disposición.

Ante el dinamismo que caracteriza las actividades propias de los mercados de valores, para establecer mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores emitidos en el exterior por el gobierno mexicano (Bonos UMS), esta institución amplió las funciones de la plataforma operativa denominada *Mercado Global BMV* para permitir a las casas de bolsa ejecutar operaciones con dichos bonos.

3.3.3.3 *Desempeño del Mercado de Valores*

Una de las principales características que muestra este periodo, fue el grado de *apalancamiento financiero*¹⁷¹ por parte de los inversionistas institucionales; lo cual pone en riesgo la solvencia de un mercado cuando se presentan modificaciones erráticas en los precios de los títulos, en las tasas de interés o en los tipos de cambio.

Durante 1993, el comportamiento recesivo de la economía mexicana no influyó directamente en la evolución del IPC de la BMV, pues la reducción de la inversión, del empleo y de las ventas, así como la restricción crediticia provocada por los altos costos de financiamiento, fueron factores que aunque presentes, no determinaron una tendencia a la baja en las cotizaciones.

¹⁷⁰ La referida reforma en materia de "Mercado Global BMV". fue autorizada por la CNBV mediante oficio número 601-I-VN-323209/03 de fecha 6 de octubre de 2003, en los términos de la versión publicada en el Boletín Bursátil. Sección Noticias de Interés del Mercado de Capitales e Instrumentos de Deuda, del 17 de octubre del mismo año.

¹⁷¹ Grado en que una empresa utiliza, además de recursos propios, recursos de terceros que llevan asociados costos financieros fijos. Se define como la relación entre costo de remuneración y beneficio por unidad de recursos empleados.

Podemos decir que la mayor influencia que tuvo el mercado accionario fue derivada, tanto de la incertidumbre sobre el TLCAN, que generó acuerdos adicionales paralelos y la lenta recuperación de la economía estadounidense.

Los primeros cinco meses de 1993, el IPC mostró una tendencia de movimientos laterales, mientras que en el mes de junio inició un ligero crecimiento que, a partir de octubre se vuelve casi exponencial debido a la aprobación del TLCAN por el senado de los Estados Unidos, alcanzando en diciembre máximos históricos por la inminente entrada en vigor del mismo, a partir del 1º de enero de 1994.

Este comportamiento respondió a las expectativas de los inversionistas según las cuales, en 1994 continuaría en ascenso el flujo de capital externo hacia nuestro país y, que con la reducción de la tasa de interés habría una reactivación de la inversión que diera como resultado un probable crecimiento de la economía entre un 3 y un 3.5 por ciento.

Los anteriores efectos esperados con la entrada en vigor del TLCAN, a partir del primer día de enero de 1994, fueron pospuestos por el cambio en las condiciones políticas y económicas derivadas de la sublevación en Chiapas y el posterior asesinato del candidato a la presidencia de nuestro país.

El IPC de la BMV en teoría anticiparía, mediante sus fluctuaciones, los cambios en las expectativas de los inversionistas, reflejando la confianza o la incertidumbre. Sin embargo, resulta evidente la sorpresa en los mercados financieros al provocarse un comportamiento errático en el IPC durante el desarrollo de los hechos anteriormente mencionados.

Las operaciones bursátiles se reanudaron el 3 de enero de 1994 con una baja significativa en el IPC, perdiendo 100.4 puntos, es decir, el 3.86% del valor de capitalización de la bolsa. Las acciones de empresas mexicanas que cotizan en *Wall Street* reflejaron inmediatamente los sucesos, pues las acciones de Telmex bajaron hasta un 3.67% y las de Cemex perdieron hasta 3.45 puntos porcentuales. Con lo que las calificadoras crediticias internacionales prefirieron establecer un compás de espera para observar la evolución del conflicto, antes de otorgar el grado de inversión para México, situación que no pudo ser contrarrestada por el anuncio de la venta total de acciones de Telmex por 520 millones de dólares en manos gubernamentales, ni por la entonces próxima colocación de bonos de Pemex en los mercados europeos por 250 millones de pesos.

No obstante, y a pesar de que las autoridades financieras declararon una política de "no intervención" en el mercado bursátil desde la caída de 1987, a la media mañana de la jornada del martes 4 de enero, ya se gestaba un ambiente de gran preocupación e incertidumbre; ya que el IPC tendía al desplome, pues había perdido en ese corto lapso

casi 60 puntos, llegando a un mínimo de 2 444 puntos porcentuales. A partir de entonces se inició una fuerte intervención gubernamental, recuperándose milagrosamente los precios de las acciones al final de la jornada, al igual que los dos días posteriores.

Sin embargo esta recuperación era ficticia, pues el conflicto chiapaneco estaba lejos de controlarse; las cifras de volúmenes de acciones negociadas y el importe de las mismas alcanzaron máximos durante los días mencionados, realizándose operaciones que superaron el importe de los 2 600 millones de nuevos pesos el día 4, mientras que para el 5 se llegó a 2 422 millones de nuevos pesos. El día 6 continuó con altos importes negociados, con un monto de 1 916 millones de nuevos pesos.

Sin embargo este milagro temporal tuvo altos costos, los cuales son estimables en base a una inyección de capital, por parte del gobierno al mercado, de por lo menos mil millones de dólares, a fin de contener una posible fuga de capitales; dada la gran volatilidad existente, entre otras causas, originada por la alta inversión extranjera en cartera y su gran volatilidad ante acontecimientos que cimbraban la estructura política y social del país.

Entre el viernes 7 y el lunes 10 se presentó la principal caída consecutiva de más de 162 puntos, es decir, de 8.5% del valor total del mercado accionario en dos días.

Ante el preludio de un inminente *crac* financiero, la estrategia gubernamental consistió en seguir transfiriendo recursos al mercado y darle salida a la peor crisis política que hasta entonces hubiera enfrentado el país, anteponiendo posiciones negociadoras para tratar de estabilizar el área financiera dando garantías a los inversionistas.

El primer trimestre de 1994 y el inicio del segundo, transcurrieron en medio de la profunda crisis, la cual se vio reflejada necesariamente en el comportamiento de la BMV y cuando el IPC se convirtió en un indicador de confianza o, en su defecto, de incertidumbre sobre las previsiones futuras de la economía mexicana.

La segunda mitad de 1994, continuó siendo afectada por los mismos hechos provocados por la política gubernamental implementada durante la primera parte del mismo, la cual ocasionó un escenario de fuerte inestabilidad en el entorno bursátil mexicano.

Por otra parte, el nombramiento de Ernesto Zedillo, como presidente de México, ocasionó una nueva salida de capital del país de casi tres mil millones de dólares.¹⁷²

¹⁷² La Bolsa Mexicana de Valores se ubicó en el lugar número 22 entre las 24 bolsas monitoreadas por la correduría estadounidense Goldman & Sachs.

Esta salida de divisas originó un exceso de demanda de dólares y que se llegara al límite superior de la banda de flotación del tipo de cambio, por lo cual el Banco de México se vio obligado a que disminuir sus reservas internacionales con el fin de evitar la devaluación.

Las consecuencias de la intervención gubernamental se encuentran durante los primeros días de enero y también el 25 de marzo, cuando el IPC reflejó una caída vertical de 4.2%, en sólo dos horas de operación; a partir de media mañana, sustanciales flujos gubernamentales impulsaron al alza el valor del mismo, provocando un rápido rebote derivado de una inyección acelerada de capital.

Podemos concluir, que durante 1994, con la entrada en vigor del TLCAN y la incorporación de México a la OCDE, parecía probable que México obtuviera una buena calificación de inversión; sin embargo, después de la devaluación y la crisis de 1994-1995 estas perspectivas se vieron seriamente afectadas.

La reversión del *boom* bursátil de 1995 y de la apreciación cambiaria en México se hizo presente, como sabemos, a causa de la salida masiva de capitales; efecto que aparece ante la desvalorización del capital y se encuentra estrechamente ligado al contexto macroeconómico del país, lo cual explica el porqué de la vinculación entre la crisis financiera y bursátil con la cambiaria, siendo esta última una consecuencia de la primera como efecto de la movilidad de capitales.

El desarrollo de la caída bursátil empezó con un creciente déficit externo, el cual originó expectativas devaluatorias y por ende, operaciones de carácter especulativo en el mercado de valores que se generalizaron en corridas de capital al exterior, desestabilizando el mercado accionario, de dinero y de divisas.

Durante los primeros meses de 1996, el flujo de inversión extranjera al mercado accionario ascendió a 2,524.8 millones de dólares, contra los más de 400 millones de dólares que entraron en el mismo período de 1995.

En el primer trimestre de 1996, las presiones sobre el tipo de cambio y la caída de *Wall Street* influyeron en el comportamiento negativo de la BMV. Al cierre de abril el saldo de inversión extranjera en la BMV ascendió a 33 959.92 millones de dólares, que representó un crecimiento mensual de 9.86%, de lo cual 1 632 millones de dólares se concentraron en el mercado de renta variable [Informe Anual de la CNBV, 1996: 33].

Durante 1996, mayo fue el mes más representativo, cuando se registró el primer retroceso del año en el mercado bursátil mexicano, al colocarse el IPC en 3 146 unidades, con una contracción de 70.96 unidades.

La segunda semana del mes el mercado accionario comenzó con relativa calma en espera de los datos mensuales de inflación y balanza comercial; lo cual mostró un comportamiento a la alza, al obtener una ganancia de 70.14 unidades. El comportamiento positivo de la BMV a finales del primer semestre del año estuvo influido por la contracción de las tasas de interés, los datos de la balanza comercial, el PIB y la colocación de bonos internacionales en Japón.

Para cerrar el primer semestre de 1996, la bolsa inició la última semana con una contracción de 0.12% al ubicarse en 3 132.22 unidades, el nivel más bajo desde el 11 de abril. El segundo semestre inició con un nuevo máximo histórico derivado de una ganancia de 1.74%, paralelo al desempeño del Wall Street, cuando el IPC se situó en 3 316.21 puntos.

La certidumbre de una baja en las tasas de interés, y la inmovilidad de las mismas en el corto plazo en Estados Unidos, impulsaron el mercado bursátil mexicano a la alza, logrando cerrar con una ganancia de 26.50 puntos, y colocar el IPC en los 3 342.71 unidades. La bolsa asimiló de forma favorable la baja en los réditos primarios y el optimismo de *Wall Street* ante el desempeño del *Dow Jones*, y tuvo su tercer cierre récord consecutivo al ganar 10.17 unidades, luego de ubicar al principal indicador en 3 352.88 unidades. Para el cierre del mes de mayo, la BMV sufrió una segunda pérdida (1.08%), como consecuencia de la toma de utilidades en Nueva York y el comportamiento errático del índice *Dow Jones*; por lo que el IPC perdió 55.35 puntos que equivalen al 1.70% para ubicarse en 3 205.51 unidades.

A principios de 1997, la BMV anunció que a partir del 29 de enero de este año, el IPC cotizaría formalmente en los dos principales mercados de futuros estadounidenses, *Chicago Mercantile Exchange (CME)* y *Chicago Board Options*; de tal forma que, la concesión del IPC garantizaría mayor liquidez al mercado mexicano, además de que la BMV recibiría también una cuota por el licenciamiento del IPC, a la cual las casas de bolsa nacionales tendrán acceso, bajo condiciones preferenciales en ambos mercados [ver cuadro 36].

CUADRO 36

VALOR EN CIRCULACIÓN DE INSTRUMENTOS GUBERNAMENTALES, 1997
(Miles de millones de dólares)

Concepto	Gubernamental*	Privado**	TOTAL	%
Pesos	27.6	7.1	34.7	35
Dólares	50.5	14.8	65.3	65
TOTAL	78.1	21.9	100	
%	78.1	21.9		

*Deuda interna bursátil (en pesos). Bonos en mercados internacionales (en dólares)

**Instrumentos colocados en la BMV (en pesos). Bonos y papeel comercial en mercados internacionales (en dólares).

Fuente: Heyman, 1998: 121.

La volatilidad financiera internacional incidió negativamente sobre el comportamiento del mercado bursátil mexicano; en este contexto, IPC registró una reducción de 16.64% durante 1998.

Es importante mencionar que, no obstante la mayor inestabilidad de los mercados financieros internacionales y la consecuente salida de flujos de capital hacia mercados financieros más seguros, la disminución en el flujo de inversión extranjera en el mercado accionario mexicano durante este año, fue de 183.20 millones de dólares, cifra que se compara favorablemente con la de años anteriores.

Por su parte, las cotizaciones de los bonos *brady* mexicanos en los mercados financieros se vieron afectadas por esta volatilidad internacional. Por consiguiente, al 30 de septiembre de 1998 los precios de los bonos a la par, con descuento se situaron en 75.75, 78.50 y 98.75 centavos de dólar, lo que implicó descensos de 8.87 y 12.90 por ciento.

A principios del segundo semestre del año, el colapso de la moneda rusa y los ataques especulativos hacia otras monedas, especialmente en el caso de la divisa brasileña, originaron una depreciación de la paridad del peso frente al dólar, con lo que el dólar *spot* a la venta registró un nivel máximo de 10.65 pesos por dólar, mostrando una depreciación acumulada en el año de 32.05 por ciento.

Ante esta presión inusual en el mercado cambiario, las autoridades financieras decidieron incrementar el *corto* en el mercado de dinero de 70 a 100 millones de pesos. Adicionalmente, la *Comisión de Cambios* instruyó al Banco de México a vender 278 millones de dólares, con el fin de proporcionar liquidez al mercado y disminuir la volatilidad en el mismo.

Con el fin de responder con mayor eficacia a la volatilidad financiera, el 26 de agosto de 1998, las autoridades financieras decidieron realizar ajustes a la mecánica con la que se

venían efectuando las ventas contingentes de dólares por parte del Banco de México [Informe del Banco de México, 1998: 78].

El entorno internacional fue determinante para que las tasas de interés se incrementaran notablemente con respecto al segundo trimestre del año. Por consiguiente, la tasa de interés de CETES a 28 días se situó en promedio en 26.11% durante el tercer trimestre de 1998, lo que representó un incremento de 7.28 puntos porcentuales con respecto a la tasa promedio registrada en el segundo trimestre del año. Cabe destacar que la tasa primaria de CETES a 28 días alcanzó su nivel máximo del año en septiembre con 47.86%, mientras que en los meses subsecuentes se presentó una importante reducción en las ganancias.

Por otra parte, el MexDer inicia formalmente operaciones el 15 de diciembre de 1998, con cuatro Socios Liquidadores por cuenta propia operando el contrato de futuro sobre el dólar de Estados Unidos, con 4 series: marzo, junio, septiembre y diciembre de 1998. Aunque desde el 15 de abril, dio inicio la cotización de futuros sobre el IPC de la BMV. Al igual que los contratos de futuros sobre CETES a 91 días, como la TIE a 28 días, los cuales fueron listados el 26 de mayo del mismo; mientras que el 29 de julio se instrumentaron los contratos sobre acciones: Banacci "O", Cemex "CPO", Femsa "UBD", Gcarso "A1", GFB y Telmex "L".

Durante 1999, el mercado accionario mexicano se vio presionado por el comportamiento del índice *Dow Jones*; esto se reflejó en la baja de 2.6% en los ADR's de Telmex, aunque el volumen de operación no resultó bajo, por lo que fue posible continuar con la toma de utilidades. Desde el punto de vista técnico el último soporte para mantener la tendencia alcista se encontraba en los 6 530 puntos.

Debido a la incertidumbre asociada con la aprobación del presupuesto de egresos 2000, las tasas primarias de CETES a 28 y 91 días repuntaron 25 centésimas de punto porcentual en promedio; por lo que los rendimientos a seis meses y un año descendieron marginalmente, respecto a la subasta previa. La situación anterior, reflejó cierto nerviosismo hasta la definición del presupuesto y ante la cercanía de la última reunión de la Fed del 21 de diciembre del mismo año.

La paridad de equilibrio,¹⁷³ en el mercado cambiario, para fines de 1999 se ubicó cerca de 9.50 pesos por dólar, con lo que el equilibrio dentro de 12 meses se situó en 10.40 pesos por dólar (UMS01) y 10.50 (VALMX30).

¹⁷³ Mismo rendimiento en pesos que en dólares.

Para el año 2000, el IPC registró movimientos alternos con tendencia descendente, como resultado del desempeño favorable de la actividad industrial desde el mes de enero, así como de la oferta y demanda de bienes y servicios durante el cuarto trimestre de 1999; el descenso de las tasas primarias de interés de los CETES y la estabilidad del tipo de cambio.

La agencia calificadora *Standard & Poor's*, anunció la evaluación de la deuda soberana de México, asignándole *perspectiva positiva* para otorgarle el grado de inversión en un futuro próximo; con lo que, aunado al comportamiento mixto con tendencia al alza del índice *Dow-Jones*, ocasionaron que el mercado bursátil mexicano sufriera una reducción nominal en el primer semestre del año de 2.35 por ciento.

Una vez superados los efectos transitorios de la crisis argentina, los tipos de cambio y las tasas de interés en México volvieron a mostrar un comportamiento estable durante 2001; año en el que el IPC continuó alcanzando máximos ascendentes y fortaleciendo su tendencia a la alza reflejándose en un aumento de 47.9 unidades, y ubicándose al cierre del año en los 6,467.09 puntos con una ganancia de 0.7% respecto del cierre previo. De igual forma, el mercado accionario mostró un resultado positivo, apoyado por el alza en las bolsas norteamericanas, logrando que al cierre de diciembre de este año, el IPC se ubicara en 6 372.28 unidades, lo que a su vez implicó un avance de 17.93% con relación al cierre de septiembre.

En el último trimestre de 2001, el riesgo país,¹⁷⁴ mostró estabilidad aun cuando la profundización de la crisis argentina generó inquietud entre los inversionistas, los diferenciales del rendimiento para los bonos mexicanos cerraron el año con movimientos a la baja. Lo anterior permitió que el 26 de noviembre el gobierno incrementara en mil millones de dólares la emisión de bonos a 30 años, colocados en los mercados internacionales en el mes de agosto. Esta reapertura otorgó a los inversionistas un rendimiento al vencimiento de 8.77%, el cual se compara favorablemente con el rendimiento de 9.02% ofrecido por la emisión original. El 31 de diciembre de 2001 los precios de los bonos a la par se situaron en 92.62 y 127.90 centavos de dólar, lo que implicó incrementos de 1.51y 8.02% respectivamente con relación a los precios registrados al cierre del trimestre previo.

Esta situación continuó durante el año 2002, y el mercado accionario mexicano mostró en los últimos meses del año 2002, una importante recuperación la cual fue estimulada por la

¹⁷⁴ Medido como el diferencial de rendimiento entre el bono soberano de largo plazo denominado en moneda extranjera y el bono equivalente del Tesoro norteamericano.

baja en las tasas de interés, las cuales mostraron una tendencia lateral casi sin crecimiento, hecho que significó la consolidación y la estabilidad del mercado, cuando el IPC de la BMV se ubicó al 17 de mayo en 7,537.82 puntos lo que significa un rendimiento acumulado en el año de 18.29 por ciento.

Por lo que se refiere al mercado cambiario, éste mostró una fuerte volatilidad por lo menos en las últimas semanas del año, por factores que juegan a favor o en contra en su comportamiento, tales como: el repunte de la inflación en el mes de abril, las perspectivas de una menor inflación en mayo, los desacuerdos de orden político, el bajo déficit comercial en marzo, y que se hayan mantenido al alza los precios del petróleo mientras continuaba la expansión de la economía norteamericana.

Capítulo IV

Ciclos Bursátiles y Perspectivas: 2003-2006

A partir la década de los noventa, los ciclos bursátiles han sido una herramienta ampliamente utilizada para medir el comportamiento de los mercados bursátiles del mundo.

Durante los ochenta y noventa, la mayoría de los países latinoamericanos se vieron sometidos a una gran cantidad de reformas financieras estructurales como consecuencia del *Consenso de Washington*.¹⁷⁵ No obstante, podemos argumentar que dicho proceso no cumplió con las expectativas planeadas para estos mercados; ya que sus resultados se manifestaron con bajas tasas de interés y mayor inestabilidad en la zona.

En este sentido, algunos autores como Edwards, Eichengreen, Fisher, Krugman y Stiglitz [Edwards, Gómez y Pérez, 2003: 2] se han dado a la tarea de investigar el desempeño del capital y su movilidad dentro de los mercados emergentes de Latinoamérica durante las crisis de los años noventa.

Una de las preguntas propuestas por estos autores, está enfocada al hecho de buscar alguna similitud entre las fallas que ocasionaron las crisis de los mercados emergentes y aquellas presentadas por los países desarrollados. La respuesta a esta interrogante se encuentra ciertamente, en el proceso de *liberalización financiera y la inestabilidad macroeconómica* a la que han estado sujetos los mercados emergentes y las economías en transición.

Por otra parte, Stiglitz y Krugman argumentan que bajo estas circunstancias, los países emergentes no han podido llevar a cabo una *liberalización total* en cuanto a los mercados de capital se refiere, ya que siguen manteniendo algunas formas de control y regulación sobre las inversiones de portafolio [Edwards, Gómez y Pérez, 2003: 3].

En este capítulo se analizarán los ciclos bursátiles que presenta el mercado mexicano en su condición de mercado *emergente* y la interrelación de causa-efecto, con otros mercados. Asimismo, investigaremos las características de dicho mercado en base a las dos fases principales del ciclo bursátil: *Bull y Bear Market*, fundamentadas en Pagan y Sossounov [2003], que proponen el desarrollo de una metodología estadística no

¹⁷⁵ Este consenso ya fue estudiado en los capítulos anteriores de este documento.

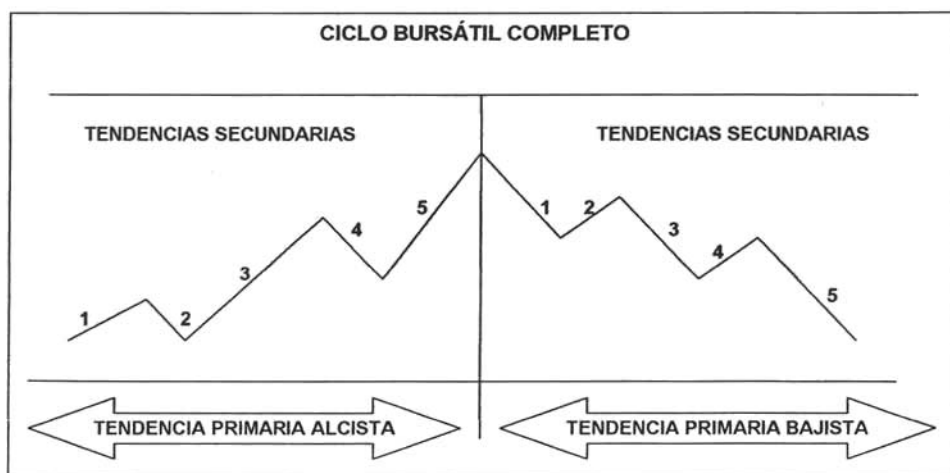
paramétrica, con el fin de interpretar los datos de un índice bursátil cualquiera mediante la identificación de una tendencia alcista o bajista, para definir un ciclo bursátil.

4.1 Ciclos Bursátiles: Definición y Fases

Como ya se ha detallado, a partir del capítulo II; un ciclo se puede definir como *un patrón repetitivo*, aplicable a todos los aspectos del quehacer humano: político, económico, financiero y social.

Utilizando esta herramienta, es posible detectar patrones repetitivos dentro de la actividad bursátil de un mercado,¹⁷⁶ y al mismo tiempo, pronosticar el comportamiento futuro del mismo. Como sabemos, el ciclo bursátil se compone de tres fases principales: las *primarias*, que muestran la dirección de la macro-tendencia del canal; las *secundarias*, las cuales indican las tendencias menores de la serie (IPC); y las menores¹⁷⁷ [ver gráfica 6].

GRÁFICA 6



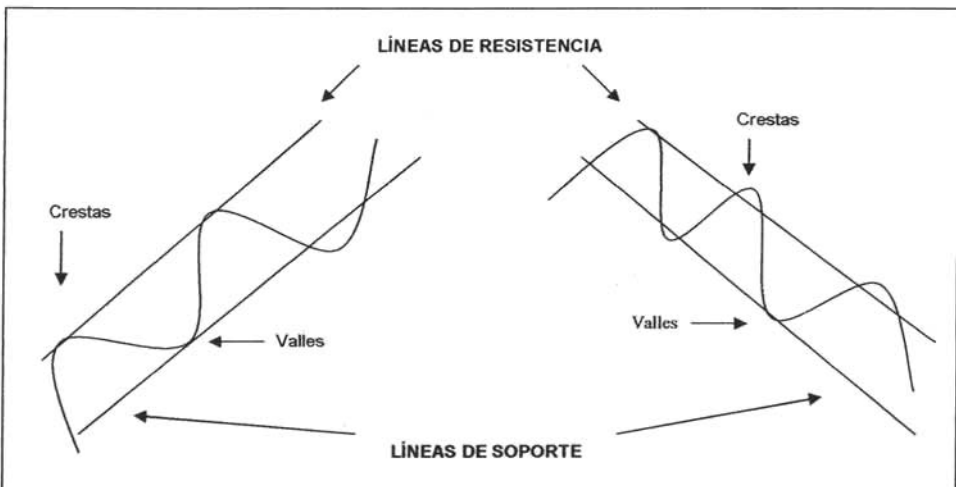
Fuente: elaboración propia.

¹⁷⁶ Medida por su índice precios y cotizaciones en dichos mercados.

¹⁷⁷ Esta fase del ciclo bursátil ya ha sido definida en el Capítulo II del presente documento.

En el análisis técnico,¹⁷⁸ existen algunos términos que pueden ser instrumentos de ayuda para identificar, tanto la tendencia primaria alcista, como la bajista; en primer lugar se encuentra la *línea de soporte*, la cual une a todos los valles o *niveles de soporte*.¹⁷⁹ En segundo lugar encontramos la *línea de resistencia*, que une a las crestas, picos o *niveles de resistencia*¹⁸⁰ [ver gráfica 7].

GRÁFICA 7



Fuente: elaboración propia.

Es importante señalar, que en los movimientos laterales de la serie no se percibe una tendencia, sino un riesgo. La línea conocida como *soporte* será entonces llamada: *soporte gráfico*.

Una vez definido el ciclo bursátil, nos enfocaremos en el estudio de las fases primarias: *Bull Market* y *Bear Market*; al mismo tiempo realizaremos una breve referencia sobre el ciclo económico (corto) que se desarrolla paralelamente.

¹⁷⁸ Para conocer más a cerca de este tema, véase: Murphy, 1999; Villegas y Ortega, 2002: 180.

¹⁷⁹ Se les llama *niveles de soporte* ya que señalan el punto mínimo donde se fijó el precio, y donde aparecieron suficientes compradores para "soportarlo" al precio antes de empezar su ascenso; al cruzar esta línea, ésta se convierte en un nivel de resistencia.

¹⁸⁰ Se les conoce con este nombre a las crestas o picos de la serie, ya que fue hasta ese nivel que los precios subieron, y a partir de este punto se empezaron a realizar operaciones de venta o toma de utilidades (ajuste técnico); cuando este punto es sobrepasado, la resistencia se convierte en soporte.

4.1.1 Tendencia Primaria Alcista: Bull Market

La tendencia primaria alcista, se define como la marco-tendencia (canal) que muestra, en su mayoría, un movimiento ascendente; es decir, cuando a una cresta le sigue una cresta superior y a un valle le sigue otro valle superior [ver gráfica 2].

En esta tendencia se pueden localizar diferentes fases, las cuales conforman, en su totalidad, el canal ascendente.

a) Fase de Acumulación

Durante esta fase, la economía se encuentra en el peor momento del ciclo económico. Los beneficios de las entidades financieras son muy bajos (o hay pérdidas) y las expectativas de los empresarios son pesimistas. El desempleo muestra niveles muy elevados, mientras que la tasa de inflación se muestra bastante baja.

El volumen contratado es mínimo, las instituciones (es decir, bancos, fondos de pensiones, sociedades de inversión y grandes inversores en general) se van dando cuenta progresivamente que la economía se encuentra en su peor momento, es improbable que empeore todavía más; es decir, se dan cuenta que se ha tocado fondo y por lo tanto comienzan a colocar compras de todas las acciones cuando la cotización caiga por debajo de un determinado cambio, sin presionar, en ningún momento, los precios hacia arriba.

b) Fase de Liquidez

Habiéndose reducido substancialmente la tasa de inflación, el gobierno, en un intento de reanimar la economía, comienza a llevar a cabo medidas de política económica de carácter expansivo. La combinación de una tasa de inflación muy baja y una cierta expansión monetaria dará lugar a tasas de interés nominales muy bajas. A pesar de lo anterior, la economía continuará en la fase de depresión del ciclo económico.

La fuerte caída de las tasas de interés reduce la rentabilidad de la renta fija y esto da lugar a transferencias de dinero hacia la renta variable. A partir de este momento comienza a presentarse, en las cotizaciones vigentes, una cierta escasez. Ambos factores tienen como resultado que las cotizaciones empiecen a subir.

c) Fase Fundamental

La inflación continúa baja, al igual que las tasas de interés nominales; no obstante, la economía ha comenzado a mejorar. Las ventas de las empresas van aumentando (y también sus beneficios): primero, las que producen bienes de consumo y, cuando ya trabajen a su plena capacidad, aumentarán las ventas de las empresas que producen bienes de inversión (equipos industriales, construcción, etc.).

En la medida en que se van obteniendo noticias que confirmen la recuperación económica y los balances de las empresas, se mejora la evolución de las bolsas.

Una masa creciente de dinero se dirige al mercado de renta variable, provocando un alza sostenida y generalizada de las cotizaciones.

d) La Inversión de la Tendencia Primaria: la fase *Especulativa*

La economía nacional entra en una fase de *boom* (dentro del ciclo económico corto) y casi todas las empresas trabajan a su plena capacidad.

El desempleo ha bajado considerablemente; sin embargo, la inflación comienza a mostrarse como un peligro creciente.¹⁸¹ Los sindicatos, ante la pérdida de poder adquisitivo de los salarios y de la situación de pleno empleo (que les da una gran fuerza en la negociación de los convenios laborales), presionan para obtener salarios más elevados. Los empresarios ofrecen escasa resistencia porque, en una situación donde la demanda de sus productos es tan fuerte, pueden trasladar fácilmente estos incrementos de costos en precios más elevados.

La bolsa lleva ya algún tiempo que está subiendo (tres o más años). En estos momentos una gran parte de la población ya se ha enterado del hecho y dedica sus ahorros a la compra de acciones, esperando obtener las ganancias que los que entraron mucho antes ya han obtenido. Por otro lado, las instituciones viendo que los beneficios de las empresas han llegado a un nivel anormalmente alto y la evolución de la tasa de inflación es una amenaza creciente a la continuación del buen momento económico, van vendiendo las acciones de sus carteras (compradas frecuentemente en la primera y segunda fases), vigilando que sus ventas no hagan caer mucho las cotizaciones (fase de distribución).

¹⁸¹ La rentabilidad por dividendo (dividend yield) es, en estos momentos, ya muy baja debido al nivel de las cotizaciones

Esto provoca que las acciones de las mejores sociedades, a pesar de la enorme cifra de compras por parte del público, muestren una creciente resistencia a subir. A partir de este momento, las acciones de las sociedades en peor situación económica, que habían subido muy poco hasta este momento, inician una tendencia al alza sorprendentemente fuerte, en esta fase los volúmenes de contratación son tremendamente elevados.

4.1.2 Tendencia Primaria Bajista: Bear Market

La tendencia primaria bajista o *bear market*, se define como la macro-tendencia (canal) que muestra, en su mayoría, un movimiento descendente; es decir, cuando a una cresta le sigue una cresta inferior, y a un valle le sigue otro valle inferior [Ver gráfica 2].

Al igual que la tendencia primaria alcista, en un *bear market* es posible identificar algunas fases, las cuales conforman, en su totalidad, el canal descendente.

a) Fase de Bajada Fuerte

Cuando el dinero fresco, que entra en bolsa, empieza a disminuir y el mercado, que lleva un tiempo oscilando bruscamente, sin una tendencia definida, y con volúmenes de contratación muy fuertes, comienzan a surgir dudas sobre la continuidad del proceso alcista. Estas dudas se resuelven, normalmente, con la venta acelerada de las carteras. Esto es lo que desencadena la bajada vertical, y una aún más fuerte en las acciones de sociedades de menor calidad, ya que los especuladores tienden a vender estos tipos de títulos de mejor calidad.

El público inversionista no cree que una nueva tendencia bajista ya ha comenzado, sino que es una bajada transitoria que hace el mercado antes de recuperar su antigua tendencia alcista. En consecuencia, no vende, sino que, quizá, mantenga su posición de compra.

b) Fase de Goteo

La inflación es tan elevada (por la histeria reciente del país) que el gobierno comienza a hacer una política económica de carácter restrictivo. Las tasas de interés nominales, que

ya habían empezado a subir en la fase *especulativa* gracias a la elevada demanda de crédito entonces existente, suben todavía más por la política monetaria restrictiva que el gobierno lleva a cabo. La tasa de inflación comienza a bajar, pero el paro sigue su tendencia a la alza, las ventas de las empresas caen, los beneficios se reducen y entonces la recesión económica se hace evidente.

Ahora bien, en la medida en que algunos irán necesitando liquidez en un contexto de crisis económica, irán vendiendo, y así provocando el lento y largo descenso de las cotizaciones conocido como de *goteo*. Estas ventas sin esperanza se prolongarán hasta la primera fase del nuevo ciclo alcista o de *acumulación*.

En este momento estarán proporcionando la contrapartida a las instituciones que, lentamente, ya estarán comenzando a comprar, iniciándose un nuevo ciclo.

4.1.3 Métodos para la Determinación de la Ciclicidad: Aproximación Paramétrica y No Paramétrica

Existen dos tipos de aproximaciones principales para identificar las fases de expansión (*bull market*) y contracción (*bear market*) dentro del ciclo bursátil. El primero, aboga por una especificación *paramétrica* del proceso generador de datos, del que derivan dos diferentes regímenes: uno corresponde a las tendencias expansionistas y otro a las contraccionistas. Algunos ejemplos de esta aproximación se pueden encontrar en: Goodwin [1993], Diebold y Rudebusch [1996], Kim y Nelson [1999], Hamilton y Lin [1993], Ramchand y Susmel [1998], Maheu y McCurdy [2000] y en Edwards, Gómez y Pérez, [2003: 6].

La segunda metodología, en lugar de especificar un modelo estadístico, estudia el comportamiento de la serie en busca de características específicas del ciclo. Esto es, buscando, por un lado, periodos caracterizados por una tendencia alcista y por otro, los caracterizados por una tendencia bajista. De esta forma, el método *no paramétrico*¹⁸² permite localizar aquellos *puntos de cambio de tendencia* en donde el *bull market* (pico o

¹⁸² Este método fue utilizado por primera vez por Bry y Boschan en 1971, posteriormente por Watson en 1994, por Harding y Pagan en 2002 para su documento "Business Cycles". Finalmente, se utilizó por Pagan y Sossounov [2003] y Gómez y Pérez [2002]; éstos últimos son la base del presente documento.

cresta) se convierte en *Bear Market* (valle); este cambio en la serie determinará la diferencia entre ambas fases del ciclo bursátil.

En este documento se utilizará la metodología no paramétrica como base para la determinación de los ciclos bursátiles, ya que ésta presenta una gran flexibilidad para el análisis de las fallas más importantes dentro del ciclo; además de que proporciona fuertes elementos de juicio para comparar el comportamiento actual del mercado mediante los llamados *benchmarks*¹⁸³ y su consecuente predicción.

4.1.4 Localización de Picos y Valles

El primer paso para la determinación de las fases del ciclo consiste en la localización de los *puntos de cambio de tendencia* de la serie.

Denotando a p_t como el logaritmo natural del índice de precios del mercado bursátil: P_t .

Un pico/valle en el índice de precios está definido si p_t es el nivel más alto/bajo del índice en un rango de ocho meses hacia delante y ocho hacia atrás;¹⁸⁴ de tal forma que, existirá un pico cuando:

$$\ln p_{t-8}, \dots, \ln p_{t-1} < \ln p_t > \ln p_{t+1}, \dots, \ln p_{t+8} \quad (1)$$

Y será un valle si:

$$\ln p_{t-8}, \dots, \ln p_{t-1} > \ln p_t < \ln p_{t+1}, \dots, \ln p_{t+8} \quad (2)$$

Se utilizarán los siguientes criterios restrictivos con la finalidad de eliminar posibles tendencias espurias:

1. Serán eliminados los cambios sucedidos durante el rango de los 8 datos utilizados a partir del principio o el fin de la serie.

¹⁸³ Tasa o índice de referencia que sirve para hacer comparaciones. Instrumento financiero utilizado como referencia para los rendimientos de otras emisiones del mismo tipo o en el mismo mercado.

¹⁸⁴ Este rango de datos es tomado como referencia del documento de Pagan y Sossounov, 2003: 20.

2. Los picos o valles posteriores a los últimos "cambios de tendencia" de las series serán eliminados si son mayores o menores que éstos (últimos puntos).
3. Aquel ciclo que sea completado en un periodo menor a 16 rangos de datos, respecto al total de los mismos, también será eliminado.
4. Las fases que sean menores a cuatro rangos de datos serán eliminados, si su decremento o incremento excede el 20 por ciento.

Estos criterios se basan en la premisa de que las alternancias se hacen cumplir siempre que un pico o cresta esté seguido por un valle, y viceversa.

4.1.5 Ciclos Bursátiles: Duración, Amplitud y Volatilidad

Una vez identificadas las fases de *bull market* y *bear market*, se deberá estimar la duración y amplitud del ciclo, así como la volatilidad del mismo.

Existen cinco métodos para la medición del comportamiento cíclico; tres de los cuales se encuentran directamente relacionados con la forma de las fases del ciclo, los dos restantes se enfocan en la medición de la volatilidad intrínseca en el ciclo y a la existencia de los llamados *big swings* o grandes movimientos.

Primeramente, es necesario asignar una variable *dummy*, que en este caso será S_t , la cual tomará el valor de "1" si se trata de un *bull market* (en el tiempo "t") y $S_{t+1} = 1$.

Posteriormente, es necesario obtener la tasa de crecimiento del índice bursátil, denotada por la expresión: $\ln p_t - \ln p_{t-1} = \Delta p_t$ y entonces se tratará de un *bull market*.¹⁸⁵

Una vez determinado que $S_t = 1$, se calculan dos estadísticas complementarias: la primera mide el tiempo total transcurrido en expansión, lo cual será $\sum_{t=1}^T S_t$; mientras que la segunda tendrá en consideración el tiempo total transcurrido en la fase de contracción, la cual estará denotada por $\sum_{t=1}^T B_t$, donde $B_t = 1 - S_t$, que es el indicador para el *bear market*.

¹⁸⁵ $\Delta \ln p_t$ puede interpretarse como un "retorno de capital"; es decir, en un *bull market* el periodo posterior debe ser mayor al periodo anterior, por lo tanto se obtendrá una plusvalía (ganancia). En el caso de un "retorno de capital" negativo se obtendrá una minusvalía (pérdida).

A continuación, se calcula el número de picos de la tendencia expansionista mediante

$NTP = \sum_{t=1}^T S_t(1 - S_t) - 1$ (number of trough to peak); y el número de valles de la fase

contraccionista por $NPT = \sum_{t=1}^T B_t(1 - B_{t+1}) - 1$ (number of peak to trough).¹⁸⁶

De igual forma, es importante definir la variación acumulada de la expansión, que está denotada por $Z_t^{Bull} = S_t Z_{t-1} + S_t \Delta p_t$, $Z_0 = 0$, donde Z_0 contiene la acumulación total de la plusvalía generada en el *bull market*. Mientras que la variación acumulada de la contracción es $Z_t^{Bear} = B_t Z_{t-1} + B_t \Delta p_t$, $Z_t = 0$.

Posteriormente, calcularemos las cinco variables de estudio: la *duración* de las expansiones y contracciones, la *amplitud* de las fases, la *volatilidad*, la *proporción* de las expansiones y contracciones, y el *índice de exceso* (como una aproximación triangular).

a) Duración (D)

El promedio de la *duración* en meses de las expansiones (*bull market*) se calcula mediante la ecuación siguiente:

$$\hat{D}_{Bull} = \frac{1}{NTP} \sum_{t=1}^T S_t \quad (3)$$

La *duración* de las fases de contracción (*bear market*) está determinada por la ecuación:

$$\hat{D}_{Bear} = \frac{1}{NPT} \sum_{t=1}^T B_t \quad (4)$$

b) Amplitud (A)

La amplitud de ambas fases se mide en porcentaje (%), y se refiere al total de plusvalía o minusvalía que exista desde el valle hasta el pico (en el caso del *bull market*) o desde el pico hasta el valle (si es un *bear market*).

Bajo el consenso anterior, podemos definir a la amplitud de cualquier fase secundaria como la suma de los *retornos de capital* Δp_t , donde $p_t = \ln(P_t)$.

¹⁸⁶ Al incluir "-1" en ambas ecuaciones significa, como parte de los criterios especificados anteriormente, que se están midiendo las fases completas, por lo que la fase inicial y final del ciclo no cuentan.

Entonces, la fase de expansión completa (*bull market*), medida por el promedio de la *amplitud* quedará compuesta en la ecuación siguiente:

$$\hat{A}_{Bull} = \frac{1}{NTP} \sum_{t=1}^T S_t \Delta p_t \quad (5)$$

Mientras que, la fase completa de contracción (*bear market*), medida por la *amplitud* será:

$$\hat{A}_{Bear} = \frac{1}{NPT} \sum_{t=1}^T B_t \Delta p_t \quad (6)$$

c) Volatilidad (V)

La medición de la *volatilidad*, se realizará mediante el tamaño del promedio del *retorno del capital* mensual (plusvalía o minusvalía). Para el *bull market*, la *volatilidad* se identificará con la ecuación:

$$V^{Bull} = \frac{1}{\sum_{t=1}^T S_t} \sum_{t=1}^T S_t |\Delta p_t| \quad (7)$$

Y en un *bear market*, la *volatilidad* corresponderá a la fórmula siguiente:

$$V^{Bear} = \frac{1}{\sum_{t=1}^T B_t} \sum_{t=1}^T B_t |\Delta p_t| \quad (8)$$

d) Proporción de las Grandes Expansiones (B*) y Grandes Contracciones (B')

Se les llama *proporción de las grandes expansiones (bull market)* y *contracciones (bear market)*, a aquellas tendencias que sean mayores al 2.0% o menores que -2.0% del *retorno del capital*.

De tal forma que, la proporción de las grandes expansiones quedará denotada por la ecuación:

$$B^* = \frac{1}{NTP} \sum_{t=1}^T I[S_t(1 - S_{t+1})Z_t^{Bull} > 0.2] \quad (9)$$

Por otra parte, la proporción de las grandes contracciones será medido por:

$$B^- = \frac{1}{NPT} \sum_{t=1}^T I[B_t(1 - B_{t-1})Z_t^{Bear} < -0.2] \quad (10)$$

Donde Z_t^{Bull} y Z_t^{Bear} representan la acumulación del *retorno del capital* (plusvalía o minusvalía) hasta el final de cada fase, ya sea el pico o el valle, y si la suma de dichos retornos es mayor al 20% (para las expansiones) o al -20%¹⁸⁷ (para las contracciones), entonces se tomarán en cuenta como periodos grandes de expansiones o de contracciones; siendo éstas equivalentes a la amplitud de dicha fase.

e) Índice de Exceso (EX)

Este índice captura las desviaciones de los *retornos de capital* dentro del *bull market* y el *bear market*, utilizando una aproximación triangular.

$$EX = \frac{(\hat{C} - 0.5\hat{\lambda} * \hat{D} - 0.5\hat{\lambda})}{\hat{D}} \quad (11)$$

4.1.5.1 Ciclos Bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores

El *cuadro 37* muestra los resultados de picos y valles dentro de la serie del IPC (en dólares) de la Bolsa Mexicana de Valores; lo cual facilita la observación de cada ciclo bursátil, haciendo posible localizar las crisis más importantes en el mercado mexicano (*bear market*): en 1982, 1987 y 1995; así como el episodio de la Guerra del Golfo Pérsico (1991), los atentados del 11 de septiembre de 2001 y la Guerra de Irak en 2003.

¹⁸⁷ Se utiliza el 20%, ya que es la medida estándar para comprobar la existencia de un bull o bear market.

CUADRO 37

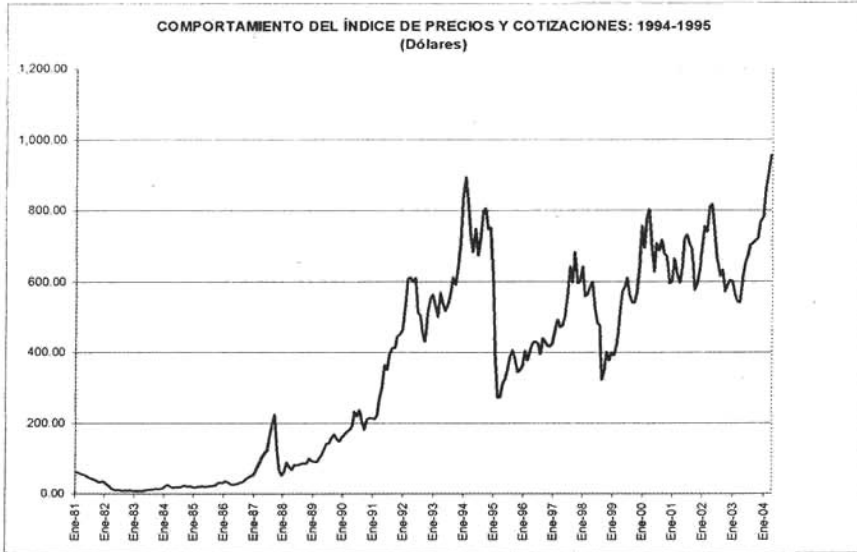
CICLOS BURSÁTILES DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES
Índice de Precios y Cotizaciones (1981-2004)

<i>Formación</i>	<i>Mes</i>	<i>Año</i>	<i>Tendencia</i>
Valle	Agosto	1982	Bear Market
Pico	Febrero	1984	Bull Market
Valle	Enero	1985	Bear Market
Pico	Septiembre	1987	Bull Market
Valle	Diciembre	1987	Bear Market
Pico	Marzo	1992	Bull Market
Valle	Septiembre	1992	Bear Market
Pico	Enero	1994	Bull Market
Valle	Febrero	1995	Bear Market
Pico	Septiembre	1997	Bull Market
Valle	Agosto	1998	Bear Market
Pico	Marzo	2000	Bull Market
Valle	Noviembre	2000	Bear Market
Pico	-	-	-
Valle	Septiembre	2001	Bear Market
Pico	Abril	2002	Bull Market
Valle	Marzo	2003	Bear Market

Fuente: elaboración propia.

Al comparar el cuadro anterior con la *gráfica 8* del IPC de la BMV, podemos observar que las tendencias primarias de dicho índice coinciden con los ciclos bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores obtenidos en este estudio.

GRÁFICA 8



Fuente: elaboración propia.

En el *cuadro 38*, se detallan los indicadores de los ciclos bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores para toda la serie, para ambas tendencias primarias: la duración, la amplitud, su volatilidad, la proporción de los *big swings*, y el índice de exceso del *bull* y *bear market*.

CUADRO 38

INDICADORES DE LOS CICLOS BURSÁTILES, 1981-2003
(Dólares)

Bull Market		Bear Market	
D^{Bull}	21.75	D^{Bear}	11.12
$*A^{Bull}$	1.13	$*A^{Bear}$	-0.78
$**\sqrt{Bull}$	0.08	$**\sqrt{Bear}$	0.11
B^+	0.87	B^-	0.87
EX	-0.54	EX	0.08

* Amplitud promedio en % de retorno (plusvalía/minusvalía)

** Volatilidad promedio intrínseca a la fase en % de retorno (mensual).

Fuente: elaboración propia.

4.1.5.2 Efectos de las Reformas Financieras en la Bolsa Mexicana de Valores

Los resultados obtenidos, en base a la metodología aplicada a la medición de los ciclos bursátiles mexicanos muestran importantes elementos de juicio para la comprobación de los efectos de la reforma financiera en México sobre los indicadores del ciclo.

Para llevar a cabo este estudio, es necesario dividir el periodo total del IPC de la BMV en dos etapas: la primera abarcará la fase anterior a la reforma (1981-1989), mientras que la segunda tratará la época posterior a la reforma (1990-2003); de tal forma que podremos observar la variación (como un incremento o decremento) de estos indicadores antes y después de la reforma financiera en nuestro país.

Como podemos ver en los cuadros 39 y 40, antes de las reformas financieras, el promedio de la duración de las fases de *bear market* y *bull market* eran más largas; por lo que después de éste proceso, ambas fases disminuyeron en su promedio mensual.

Por otra parte, el retorno del capital, ha disminuido en ambas fases; no obstante, la disminución de esta variable dentro del *bear market* propone una visión favorable ante la posibilidad de minimizar las pérdidas en dicha fase.

De igual forma, la volatilidad en el mercado mexicano muestra que, durante el periodo posterior a las reformas, se registró una significativa baja de la misma, particularmente en la fase más significativa del ciclo: el *bear market*.

También es de señalarse que, en México, la proporción de las grandes expansiones crecieron más que la proporción de las grandes contracciones, quedando ambas tendencias, para el periodo posterior a las reformas, en una proporción del 0.83.

CUADRO 39

INDICADORES DE LOS CICLOS BURSÁTILES, 1981-1989
(Dólares)

Bull Market		Bear Market	
D ^{Bull}	16.67	D ^{Bear}	12.50
*A ^{Bull}	1.24	*A ^{Bear}	-0.59
**V ^{Bull}	0.11	**V ^{Bear}	0.14
B ⁺	0.67	B ⁻	0.75
EX	-0.58	EX	0.27

* Amplitud promedio en % de retorno (plusvalía/minusvalía)

** Volatilidad promedio intrínseca a la fase en % de retorno (mensual).

Fuente: elaboración propia.

CUADRO 40

INDICADORES DE LOS CICLOS BURSÁTILES, 1990-2003
(Dólares)

Bull Market		Bear Market	
D ^{Bull}	15.50	D ^{Bear}	11.83
*A ^{Bull}	0.64	*A ^{Bear}	-0.40
**V ^{Bull}	0.07	**V ^{Bear}	0.08
B ⁺	0.83	B ⁻	0.83
EX	-0.30	EX	0.18

* Amplitud promedio en % de retorno (plusvalía/minusvalía)

** Volatilidad promedio intrínseca a la fase en % de retorno (mensual).

Fuente: elaboración propia.

4.2 Correlación de la Bolsa Mexicana de Valores y las Bolsas Mundiales

En primera instancia, es importante señalar algunos de los factores que influyen dentro de cualquier relación entre los mercados bursátiles de dos o más países; tales como la *teoría de la Diversificación Internacional*, los *rezagos informativos* y el *movimiento común de los precios accionarios* o *Hipótesis de Un Solo Mercado*.

En el primer caso, la teoría de la diversificación internacional está basada en la *Teoría de la Diversificación de los Activos de Capital (CAPM)*,¹⁸⁸ la cual nos dice que el riesgo debe disminuir al diversificar los activos gracias a la maximización de la cartera; por lo tanto, podemos concluir que: "a menor correlación en los rendimientos en activos internos y externos, habrá mayores beneficios de diversificación de portafolio".

Por otra parte, tenemos que, los *rezagos informativos* juegan un papel muy importante en cuanto a la relación entre mercados bursátiles se refiere; como es ampliamente conocido, los horarios de cada mercado son diferentes y –en algunos casos– no existe un horario en

¹⁸⁸ Modelo según el cual, en un mercado eficiente, el rendimiento esperado de cualquier activo o valor, deducido según el precio al que se negocia, es proporcional a un riesgo sistémico. Cuando mayor sea dicho riesgo, definido por su sensibilidad a los cambios en los rendimientos del conjunto del mercado; es decir, el *coeficiente beta*, mayor será la prima de riesgo exigida por los inversionistas y mayor será, por tanto, su rendimiento. La teoría implica que, por medio de la diversificación, se puede reducir la parte no sistémica (riesgo no sistémico) del riesgo total de la cartera; mientras que el riesgo sistémico, determinado por el propio mercado, es imposible de reducir.

cual ambos mercados operen simultáneamente y existen rezagos informativos que deben considerarse, ya que éstos pueden influir en otro mercado.

En cuanto a la *hipótesis de un solo mercado*, ésta nos dice que existe una variación sistémica entre los precios de las acciones, en los países con condiciones similares o relaciones estrechas (comerciales y productivas); por lo tanto, será más fácil analizar mercados que tengan similitud entre ellos.

Como ya hemos señalado, a lo largo del presente documento, el proceso de globalización se ha consolidado a través del tiempo mediante la interrelación de los mercados formando, a su vez, bloques económicos con la finalidad de favorecer y fortalecer a sus integrantes por medio de la cooperación de dichos países.

No obstante, los efectos de este proceso no se han manifestado como totalmente benéficos; ya que en algunos casos, la *integración de mercados* se ha presentado de manera irregular, como consecuencia de la historia, desempeño y capacidad que cada país posea, siendo éste un obstáculo determinante para el desarrollo equitativo, inclusive dentro de un mismo bloque. Un claro ejemplo de los aspectos negativos de la globalización han sido los *efectos de contagio* suscitados durante la década de crisis (años noventa) en todos los países emergentes, principalmente en Latinoamérica y el sudeste asiático; lo cual, a su vez, demuestra la situación de interrelación de mercados señalada anteriormente.

Por otra parte, es importante mencionar que la creación de un mercado bursátil debe sustentarse en una economía sana y fortalecida por un marco legal congruente con las necesidades, tanto internas como externas de un país. Por lo tanto, podemos argumentar que un mercado de valores —como el mercado más cercano a la *competencia perfecta*¹⁸⁹—, tiene como objeto principal el financiamiento de la economía nacional. En segundo lugar, tenemos que un sistema bursátil debe procurar el fomento al desarrollo de sí mismo; es decir, debe ser autosuficiente y, a su vez brindar credibilidad y certidumbre a los inversionistas que en él participan.

Con respecto a lo anterior, y con base en el estudio previo incluido en este documento, podemos decir que en la mayoría de los mercados bursátiles emergentes, dichas premisas no se han llevado a cabo completamente; ya que los resultados de la globalización y del señalado consenso de Washington arrojan una gran cantidad de fallas dentro de estas economías.

¹⁸⁹ Los principios básicos de la competencia perfecta son: los precios están fijados por la oferta y la demanda, la información es perfecta, existe libre y entrada y salida del mercado; y los individuos actúan como tomadores de precios.

De esta forma, no es difícil suponer que todo el proceso de reformas financieras llevado a cabo desde los años ochenta en los países emergentes, haya afectado más que proporcionalmente a sus bolsas de valores, reflejándose principalmente en el clima de los ciclos bursátiles con altos niveles de inestabilidad y volatilidad.

4.2.1 Correlación entre la Bolsa Mexicana de Valores y los Mercados Bursátiles Emergentes

El índice de correlación entre los mercados emergentes más importantes del mundo, expresado en el *cuadro 41*, nos muestra un vínculo mayor tendiente hacia el 100% (1); de tal forma que, los mercados más correlacionados al IPC de la Bolsa Mexicana de Valores son los mercados de Brasil y Argentina.

CUADRO 41

CORRELACIÓN DE LOS MERCADOS EMERGENTES: 2003

Variación % mensual

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela	Corea	Tailandia	Rusia
Argentina	1									
Brasil	0.58	1								
Chile	0.60	0.68	1							
Colombia	0.32	0.41	0.48	1						
México	0.69	0.72	0.55	0.26	1					
Perú	0.53	0.61	0.7	0.44	0.56	1				
Venezuela	0.34	0.25	0.33	0.34	0.28	0.23	1			
Corea	0.19	0.19	0.24	0.14	0.14	0.08	0.09	1		
Tailandia	0.44	0.32	0.43	0.03	0.36	0.12	0.16	0.61	1	
Rusia	0.45	0.63	0.70	0.41	0.56	0.55	0.16	0.15	0.33	1

Fuente: elaboración propia, con base en datos de *The Emerging Market Indices*, 2000: 26.

4.2.2 *Correlación entre la Bolsa Mexicana de Valores y la Bolsa de Valores Norteamericana*

La historia señala, la fuerte correlación que existe entre México y Estados Unidos; en primera instancia, México ha mantenido una política monetaria basada en la libre convertibilidad del peso-dólar, lo cual ha entrañado un notable grado de integración del mercado monetario mexicano con el estadounidense.

Posteriormente, dentro del programa de liberalización económica, emprendido desde 1989, el mercado de valores fue abierto a una mayor participación de agentes extranjeros, en conformidad con la tendencia mundial de desregulación y globalización de los mercados financieros; tales reformas profundizaron la integración y el paralelismo entre el comportamiento del mercado mexicano de títulos de renta variable y su equivalente estadounidense.

A partir de este momento, la variación promedio anual de las cotizaciones en dólares de las empresas inscritas en BMV (IPC) ha tendido a seguir los movimientos observados en los precios de las acciones industriales de Estados Unidos. Sin embargo, el diferencial entre ambos mercados es importante, situándose entre más/menos 40% en el periodo que abarca de 1980 a 1994.

Las desviaciones en el comportamiento del mercado accionario mexicano respecto a su contraparte estadounidense fueron un incentivo para que ingresaran al país cuantiosos recursos del exterior durante los primeros años de la década de los noventa. Esos recursos procedían principalmente de fondos de inversión de Estados Unidos; los cuales buscaban diversificar sus riesgos para elevar sus rendimientos, aprovechando la relativamente *baja correlación* entre los mercados de los países desarrollados y los mercados emergentes.

La prolongada recesión de las naciones industrializadas en la década de los noventa, así como los bajos márgenes de utilidad de sus mercados de capital, condujeron a los administradores de fondos de inversión a buscar en México y otros mercados emergentes una mejora de sus ganancias.

Estos acontecimientos en el entorno económico internacional y en especial Estados Unidos, incidieron negativamente sobre el comportamiento de los principales indicadores bursátiles en México, traduciéndose en un alza en las tasas de interés, una depreciación del tipo de cambio y pérdidas en el mercado accionario.

Por otra parte, si observamos el comportamiento de los mercados de valores de Estados Unidos y México, en un año significativo como el 2001, podemos ver que en ambos mercados se registraron ganancias moderadas: el *Dow Jones* 1%, el *Nasdaq* 2.1% y la *BMV* 1.4%; este impulso provino de los indicadores económicos estadounidenses, lo cual significó expectativas de estabilización. No obstante, este año fue el segundo consecutivo de pérdidas para la mayoría de los mercados de bursátiles del mundo; aunque la *BMV* logró desvincularse del resto del entorno internacional, registrando ganancias al ritmo de la recuperación económica de Estados Unidos.

Después de los difíciles momentos ocasionados por los atentados terroristas en Nueva York, en septiembre del 2001, todo parecía indicar que los mercados bursátiles del mundo empezaban a mostrar mejorías ante una inminente reactivación de la economía norteamericana.

Sin embargo, los mercados financieros del mundo, se vieron sometidos nuevamente, a fuertes sacudidas bursátiles como consecuencia de las crisis empresariales durante el 2002. Estos fraudes corporativos iniciaron con el caso Enron, seguido por WorldCom y Citigroup, Xerox, Tyco, Global Crossing, Merck, Capital One, Johnson & Johnson, Bristol-Myers Squibb y AOL.

Esta situación ocasionó varias semanas de recurrentes bajas de *Wall Street* durante el mes de julio del 2002, luego de haber roto los mínimos históricos del 21 de septiembre de 2001; de esta forma, el promedio industrial *Dow Jones* retrocedió 2.93%, por debajo de los 8,000 puntos; en tanto que el índice *Nasdaq* finalizó en 1,282.55 enteros con una caída de 2.77 por ciento.

Los fraudes corporativos también afectaron fuertemente el comportamiento de la Bolsa Mexicana de Valores, la cual sufrió una caída abrupta, empujada por las ventas del sector telecomunicaciones tras la declaración de bancarrota de WorldCom y Bell South. El mercado mexicano estuvo fuertemente presionado por estos hechos, cuando la *BMV* -que mantiene un bajo volumen de operaciones-, registró su peor caída en puntos porcentuales durante este año, el IPC se ubicó en 6,113.83 unidades, un nivel muy similar al del 14 de diciembre del 2001, luego de perder 3.52 por ciento.

Todo lo anterior, refleja la fuerte correlación que existe entre los índices bursátiles de México (IPC) y Estados Unidos (*Dow Jones*). Para poder comprobar la hipótesis central

del presente documento, será necesario comparar los ciclos bursátiles del IPC de la BMV y el desempeño del índice *Dow Jones*, del NYSE de Estados Unidos.¹⁹⁰

CUADRO 42

CICLOS BURSÁTILES DE ESTADOS UNIDOS Y MÉXICO: 1981-2004

(Dólares)

Formación	ESTADOS UNIDOS		MÉXICO	
	Mes	Año	Mes	Año
Valle	Julio	1982	Agosto	1982
Pico	Enero	1984	Febrero	1984
Valle	Julio	1984	Enero	1985
Pico	Agosto	1987	Septiembre	1987
Valle	Noviembre	1987	Diciembre	1987
Pico	Mayo	1990	-	-
Valle	Octubre	1990	-	-
Pico	Mayo	1992	Marzo	1992
Valle	Octubre	1992	Septiembre	1992
Pico	Febrero	1994	Enero	1994
Valle	Junio	1994	Febrero	1995
Pico	-	-	Septiembre	1997
Valle	-	-	Agosto	1998
Pico	Enero	2000	Marzo	2000
Valle	-	-	Noviembre	2000
Pico	Mayo	2001	-	-
Valle	Septiembre	2001	Septiembre	2001
Pico	Marzo	2002	Abril	2002
Valle	Febrero	2003	Marzo	2003

Fuente: elaboración propia.

Como podemos observar en el *cuadro 42*, los años en donde México ha sufrido fuertes crisis tienen antecedentes dentro del ciclo bursátil del mercado accionario estadounidense; tal es el caso de la crisis de 1982 y la de 1987. Asimismo, los picos que han precedido dichas crisis también coinciden con un reflejo del crecimiento del mercado de valores norteamericano.

¹⁹⁰ Es importante destacar que las cifras utilizadas para elaborar los ciclos de la BMV fueron convertidos en dólares según la metodología contenida en: *The S&P Emerging Market Indices: Methodology, Definitions, and Practices*, 2000: 46.

No obstante, después de la crisis de 1987 tenemos que el IPC de la BMV no pudo recuperarse al mismo ritmo que el *Dow Jones*; no fue sino hasta mediados de 1990, que como consecuencia de las políticas salinistas y la concentración de la inversión extranjera dentro de las empresas más fuertes que integran el IPC, el mercado de valores mexicano pudo iniciar una lenta pero constante recuperación.

A partir de 1992, y debido al alto grado de inversión extranjera proveniente de los Estados Unidos, el comportamiento del IPC se transforma en el detonante de las crisis en dicho país. Lo anterior puede comprobarse al observar el ciclo bursátil de ambos países durante la crisis de 1994 y 1995; ambos años estuvieron caracterizados por grandes salidas de inversiones de portafolio.

Como ya se señaló anteriormente, el mes de septiembre de 2001, es un dato muy significativo para ambos mercados; ya que dentro del contexto del TLCAN, los ataques terroristas del 11 de septiembre en Estados Unidos repercutirían instantáneamente en las cotizaciones del mercado de valores mexicano.

Posteriormente, gracias al *boom* en el sector de telecomunicaciones la economía norteamericana fue impulsada hacia una fase ascendente del ciclo; la cual también se reflejó en la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, la ola de fraudes corporativos sobre este sector detonó la burbuja bursátil en el mercado de valores norteamericano.

La situación anterior fue agravada por la incertidumbre sobre el ataque a Irak y las expectativas de una recesión en la economía de Estados Unidos; en este sentido, el IPC de la BMV registró, en el mes de septiembre de 2002 una pérdida de 10.3%. Y aunque el repunte esperado para el 2003, de la actividad económica norteamericana, proyectaba rendimientos favorables sobre el mercado accionario mexicano; el inevitable estallido de la guerra contra Irak (a principios del 2004) y las conclusiones de la misma afectaron fuertemente la imagen de los Estados Unidos y, por ende, el nivel de confianza de los inversionistas en sus mercados.

Los resultados obtenidos anteriormente, son consistentes con el modelo de cambio de régimen de Markov (MSR). Este modelo difiere de otros con rupturas impuestas exógenamente en que al momento de los cambios de régimen es completamente estocástico. La mayor ventaja del modelo MSR es la flexibilidad en el modelado de las series de tiempo con respecto a los cambios de régimen [Hamilton, 1989: 357-384].

La idea básica del modelo MSR para el IPC es que éste puede ser dividido en general en un régimen de auge y un régimen de depresión. En el modelo MSR la probabilidad de estar en un estado particular sólo depende del estado en que el proceso se encontraba en

el periodo anterior. El modelo MSR está basado en el modelo de Hamilton (1989) para los tipos de cambio.

El modelo MSR sugerido se puede escribir de la siguiente manera:

$$q_t = \mu_{s_t} + \phi_{s_t} q_{t-1} + \varepsilon_t \quad (12)$$

Donde $\varepsilon_t | s_t \sim N(0, \sigma_{s_t}^2)$ y el valor inicial q_0 se considera dado. s_t es una variable aleatoria no observable que es independiente del pasado q_t condicional a s_{t-1} y toma el valor de 0 o 1 y sigue el proceso de Markov de dos estados,

$$\Pr\{s_t = j | s_{t-1} = i\} = p_{ij}, \quad \text{para } i, j = 0, 1. \quad (13)$$

Donde las probabilidades de transición de Markov satisfacen $\sum_{j=0}^1 p_{ij} = 1$, para $i = 0, 1$. p_{ij} es igual a la probabilidad de que el modelo de la cadena de Markov se mueva del estado i en $t-1$ al estado j en t .

Las probabilidades de transición pueden ser recolectadas en una matriz de transición, P , de 2×2 ,

$$P = \begin{bmatrix} p_{00} & 1 - p_{11} \\ 1 - p_{00} & p_{00} \end{bmatrix} \quad (14)$$

De (12) se observa que cuando $s_t = 0$ el cambio en el IPC es μ_0 , y cuando $s_t = 1$ el cambio es μ_1 . Los auges y las depresiones son modelados como un cambio de régimen de un proceso estocástico que genera la tasa de crecimiento de la serie del IPC.

Los resultados del MSR se presentan a continuación en el *cuadro 43*, arrojan resultados congruentes con el estudio de ciclos, mostrando que en el periodo anterior a las reformas financieras, la volatilidad era mayor que en el periodo posterior a las mismas (representado por el número de episodios de cada régimen). Igualmente, podemos concluir que el *régimen 2* o bull market, se ha hecho presente en más ocasiones que el *régimen 1* o bear market, además de tener una mayor duración los primeros que los segundos.

CUADRO 43

MODELO DE CAMBIO DE RÉGIMEN DE MARKOV

Periodo 1981-1989		Periodo 1989-2003		Periodo 1981-2003	
$\mu_0 = -0.0972$	$\mu_1 = 0.0430$	$\mu_0 = -0.3512$	$\mu_1 = 0.0174$	$\mu_0 = -0.1062$	$\mu_1 = 0.0266$
$\sigma_0 = 0.22900$	$\sigma_1 = 0.097881$	$\sigma_0 = 0.093126$	$\sigma_1 = 0.083655$	$\sigma_0 = 0.22486$	$\sigma_1 = 0.086607$
$p = 0.8739$	$q = 0.9614$	$p = 0.4304$	$q = 0.9868$	$p = 0.8228$	$q = 0.9743$
Régimen 1	Régimen 2	Régimen 1	Régimen 2	Régimen 1	Régimen 2
1982:01 - 1982:12	1981:03 - 1981:12	1994:12 - 1995:02	1990:01 - 1994:11	1982:01 - 1982:12	1981:03 - 1981:12
1984:03 - 1984:03	1983:01 - 1984:02	1998:08 - 1998:08	1995:03 - 1998:07	1984:01 - 1984:04	1983:01 - 1983:12
1987:10 - 1988:04	1984:04 - 1987:09		1998:09 - 2003:04	1987:09 - 1988:04	1984:05 - 1987:08
	1988:05 - 1989:12			1994:12 - 1995:02	1988:05 - 1994:11
				1998:08 - 1998:08	1995:03 - 1998:07
					1998:09 - 2004:03

Fuente: elaboración propia.

Por otra parte, es importante mencionar que, lo anterior no significa necesariamente que las tendencias muestren un entorno de crecimiento; es decir, sabemos que hay mayor cantidad de tendencias al alza que a la baja, pero: ¿con qué intensidad de presenta cada una de ellas (régimen)? Para responder esta pregunta, debemos conocer la variable μ , la cual mide los rendimientos promedio de la serie; por lo tanto, para el periodo anterior a las reformas, el *régimen 1* (representado por μ_0) es de 9.7%, mientras que el *régimen 2* (representado por μ_1) es de 4.3%, concluyendo que en promedio las pérdidas son mucho mayores que las ganancias aunque menos recurrentes, cuestión mucho más acentuada en el periodo posterior a las reformas. De igual forma, mediante σ , que representa la volatilidad del mercado para cada tendencia, podemos inferir que σ_0 (volatilidad del mercado bear) es más acentuada que σ_1 o volatilidad de la tendencia bull, para todos los periodos; confirmando que la tendencia a la baja no sólo es más fuerte, sino que también es mucho más volátil.

La interpretación de nuestras últimas variables: p y q miden la probabilidad que existe para cambiar de tendencia; es decir, en el primer periodo $p = 87.3\%$ de probabilidad de que la tendencia continúe siendo bear pero queda un 12.7% de probabilidad de que la tendencia cambie a bull. No obstante, q nos dice que hay un 96.1% de probabilidad de que la tendencia bull continúe con en esta dirección y quedando menos de un 5% de que cambie a bear market.

4.3 Perspectivas del Mercado de Valores Mexicano: 2003-2006

El rendimiento de las inversiones en acciones que cotizaron en la BMV, durante el 2003 reportó un rendimiento de 33.26% al cierre de las operaciones del año. El 6 de noviembre del mismo año, el IPC rebasó su nivel máximo histórico, con lo que la BMV se ubicó en el catorceavo lugar de entre los 48 principales mercados del mundo, y en el quinto entre los 22 mercados emergentes más importantes.

Durante el mes de mayo del 2003, se puso en marcha la plataforma del Mercado Global BMV, con lo que se incorporaron 29 nuevas emisoras integrantes del Índice Dow Jones Industrial; además de este hecho, se realiza la primera oferta pública inicial de acciones de una emisora mexicana en los últimos 35 meses, hecha por la empresa del sector de construcción de vivienda: SARE.

Asimismo, México se sumó al selecto grupo de países que cuentan con una Contraparte Central de Valores, cuya concesión fue otorgada por la SHCP y con la que todas las operaciones con acciones se realizarían a un costo y riesgo crediticio significativamente menores. Además de que éstas facilidades podrían expandirse a los mercados de deuda bursátil, tal y como sucede en los principales mercados del mundo.

En el MexDer también se registraron avances importantes durante el 2003, al ubicarse en el sexto mercado de derivados con mayor importancia en términos del volumen de contratos de futuros negociados; en el tercer lugar por volumen de futuros de tasa de interés, y la bolsa de derivados de más rápido crecimiento en el mundo. A lo anterior, se sumaron otros futuros indexados sobre el Bono M3, M10 y UDI's.

Por otro lado, durante el 2003, también se registró un incremento en los participantes del mercado de valores, que al cierre del 2002 sumaba 91 emisoras con programas vigentes de deuda de mediano y largo plazo;¹⁹¹ para finales del 2003, se anexaron 16 nuevos emisores, entre los que destacan PEMEX y CFE; éstos, en conjunto con la Sociedad Hipotecaria Federal, inscribieron programas por un monto que superó los 36,500 millones de pesos, de los cuales se han ejercido 21,200 millones.

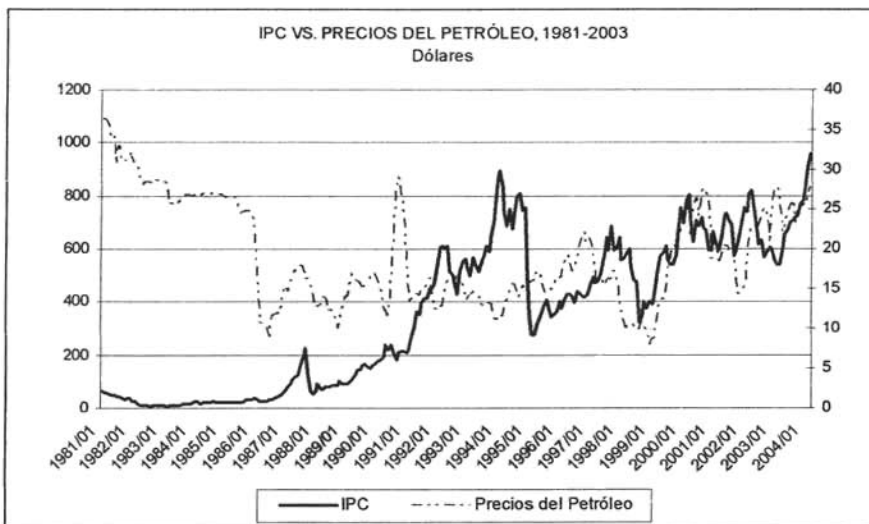
En cuanto al desempeño del IPC, a principios del 2004, la BMV cerró el primer trimestre con un el record número 28 del año,¹⁹² al cerrar en las 10,517.50 unidades. Con estas cifras, el IPC registró una ganancia acumulada en el periodo de 19.58%; este comportamiento -contrario al desempeño observado en *Wall Street*-, respondió

¹⁹¹ Entre ellos se cuentan los gobiernos locales, entidades públicas y empresas del sector privado.

¹⁹² El récord número 28 del IPyC se estableció el miércoles 30 de marzo de 2004.

principalmente a tres factores: el primero fue la disminución en las tasas de interés; el segundo se relaciona con los altos niveles de liquidez existentes en el mercado accionario como pago de la oferta de Grupo Financiero BBVA-Bancomer, transacción que se tradujo en una entrada de 4 mil millones de dólares al país; el tercero y más predominante, es que este comportamiento ha mostrado gran similitud al desempeño de los precios del petróleo; tal y como lo muestra la *gráfica 9*.

GRÁFICA 9



Fuente: elaboración propia.

Asimismo, en el mes de marzo, se presentó la salida de las acciones del GFBB y de la Cementera Apasco -ambas adquiridas por empresas extranjeras- y que reportaron una nueva entrada de capitales a la BMV; reportando así, cuatro trimestres consecutivos de ganancias al hilo.

Por otra parte, a principios del segundo trimestre del 2004, el mercado secundario de dinero modificó su visión operativa de corto plazo, sustituyendo en importancia a los CETES por los Bonos de Regulación Monetaria (BREM's); ya que estos últimos se han desempeñado como los instrumentos más negociados en las mesas de dinero, con un volumen de operación diaria (promedio) de 92,718 millones de pesos; mientras que los primeros han registrado niveles mínimos históricos (9,231 millones de pesos).

Lo anterior no significa la desaparición del CETE; si bien, este cambio radica en que este instrumento fija una tasa (curva de rendimiento) semanal y oficial; mientras que, el BREM fija dicho beneficio a las condiciones del fondeo diario, ya que son instrumentos emitidos por el Banco de México publicado por las tardes. Es así, como los BREM's otorgan una ventaja al proporcionar una tasa mensual a largo plazo; además de tener la característica de ajustarse al rendimiento diario derivado del fondeo.

No obstante, el panorama de incertidumbre sobre las tasas de interés de Estados Unidos y el repunte de la inflación a principios del 2004 -hechos que presionaron a la alza el mercado secundario mexicano-, se dispararon finalmente con un incremento gradual en ambos indicadores, antes de que termine el presente año.

Como consecuencia de lo anterior, las sociedades de inversión recibieron el primer impacto, con una pérdida de 1.91%. Mientras que las perspectivas para finales del mes de junio -ante la volatilidad en los mercados financieros internacionales y el alza en los precios del petróleo-, prevén una mayor demanda de futuros.

Asimismo, ante esta situación, IPC rompió por primera vez con su racha alcista, tras sufrir un ajuste técnico de 0.61%, este indicador perdió el soporte de las diez mil unidades.

Dicha tendencia, permite pronosticar una estrategia orientada hacia la diversificación de cartera en el corto plazo, principalmente refugiándose en el papel de deuda y la protección cambiaria; como medida preventiva ante el panorama de volatilidad mundial.

En este contexto, la referencia deberá ser la evolución de la economía nacional; ya que -como hemos mencionado anteriormente-, el repunte del IPC debe colocarse en un rango menor a los del primer trimestre del año.

Por otro lado, es importante señalar, que este año se deberá llegar a un acuerdo en torno al intercambio de los pagarés Fobaproa-IPAB, a 10 años del rescate bancario mexicano, antes de septiembre de 2004, para evitar una presión en las finanzas públicas, porque se necesitan recursos fiscales para cubrir 220 mil millones de pesos.

Ante esta situación, la necesidad de reformas estructurales dentro del marco legal del mercado de valores resulta imperante; aunque la estrategia de la SHCP, apunta a una iniciativa para reformar la Ley del Mercado de Valores a fin de ofrecer más alternativas a los inversionistas institucionales, principalmente a las Afores, esta reforma, continúa siendo a mediano plazo y sus metas figuran como apoyo a las reformas instauradas en el 2001 y 2003, concernientes principalmente a la ampliación de las opciones de inversión y de las empresas emisoras; fortalecer el marco jurídico para dar confianza a los

inversionistas y atraer más participantes; ampliar la actividad financiera con cambios a su régimen fiscal; impulsar las colocaciones de deuda de empresas, estados, municipios y paraestatales; crear mercados de derivados que complementen a los tradicionales e incrementar la oferta de títulos de empresas transnacionales. Sin embargo, esta reforma no implica cambios directos en las estructuras de las empresas o de los títulos que las mismas emiten; los cuales son indispensables frente al entorno cambiante del panorama financiero nacional e internacional.

Finalmente, para el 2006 existen una gama interminable de modificaciones que, el sexenio en curso, ha dejado de lado. Tomando en cuenta lo anterior, podemos concluir que el mercado de valores mexicano muestra una fortaleza asegurada dentro del entorno mexicano actual; no obstante, frente a la necesidad de un proceso de reformas estructurales sus resultados son aún inciertos.

Conclusiones

En México, el modelo del Estado benefactor mostró claros signos de agotamiento desde la década de los sesenta, pero se mantuvo vigente hasta finales de los setenta avivado por la riqueza petrolera y el financiamiento del desarrollo propiciado por el alto endeudamiento externo.

La cuantiosa deuda externa, llevó a una crisis de pagos; la cual ha sido señalada como punto de partida para la reforma del Estado emprendida en los ochenta; entre los principales motivos de dicha reforma, encontramos la sobrecarga de funciones sobre el Estado y la creciente presión externa de la globalización.

Es así, que la naturaleza de la reforma estatal se ubicó dentro del contexto neoliberal conservador: siendo su eje principal el cambio económico, subordinando los cambios políticos y sociales, mas no en sentido contrario.

En este contexto, las políticas de desregulación y liberalización, jugaron un papel central en la rápida transformación de las instituciones públicas; es decir, en la reducción de la participación estatal dentro de la economía.

Por otro lado, los procesos de desregulación y liberalización en el ámbito financiero, no sólo responden a factores internos y externos a la economía, sino al propósito central del modelo planteado de la administración de Carlos Salinas de Gortari: incrementar la entrada de recursos externos como una medida preparativa al proceso paralelo del Tratado de Libre Comercio con América del Norte.

No obstante, este propósito fue insostenible a finales de 1994 y principios de 1995, debido a la situación "engañosa" mediante la cual se presentó la entrada de inversión extranjera al país; a esto habría que sumarle la falta de vigilancia por parte de las autoridades, ya que éstas no repararon en legislación alguna sobre la materia.

Las circunstancias anteriormente descritas, responden a factores intrínsecos al panorama de fin de siglo: la *globalización financiera*. En este marco, podemos decir que México -en su carácter de mercado emergente-, buscó alcanzar los objetivos de modernización y eficiencia en el sector financiero, bajo la intención de captar la mayor cantidad de ahorro nacional; de esta forma, se presentó la liberalización y desregulación financiera, inmediatamente seguidas de una apertura comercial acelerada y desmedida.

Es importante señalar, que en los países emergentes como México, los procesos de liberalización y desregulación financieros, también responden a factores como: la *intermediación financiera* y la liberación de los mercados internos –ya que el Estado los reprime–; sin embargo, mediante éstos procesos, el ahorro es desvirtuado hacia el interés privado y no hacia el financiamiento al desarrollo interno del país. Es precisamente de lo anterior, de donde derivan los problemas estructurales de la liberalización y desregulación financiera que, a su vez, desencadenan –como en el caso mexicano- la crisis.

Este proceso también afectó la operación de los intermediarios financieros y en especial al mercado de valores. En concreto, se pretendió que mediante éste se llevara a cabo la integración financiera nacional al escenario internacional, a fin de atraer importantes flujos de inversión extranjera al país.

Sin embargo, el mercado de valores no estaba capacitado para desarrollar eficientemente dicha tarea; ya que su desempeño no tuvo los alcances reales: en primer lugar, su captación fue insuficiente ante la competencia externa; y en segundo, el capital extranjero que llegó al país no fue destinado como inversión productiva, en otras palabras, este capital era especulativo.

Es bien sabido que en todo proceso desregulatorio no se incluyen reglas o procedimientos que permitan asegurar la permanencia de los ingresos captados ni de su canalización a la planta productiva –tal es el caso del mercado de capitales-, pero debe tomarse en consideración el alto grado de volatilidad que dicho mercado transfiere a los inversionistas, previsión que estuvo ausente en el mercado de valores mexicano.

Finalmente, basándonos en las premisas anteriores, podemos concluir que la liberalización y desregulación económica y financiera no cumplieron con sus objetivos centrales; si bien, dichos procesos se presentaron de manera desordenada y como una necesidad urgente para sustituir las fuentes tradicionales de financiamiento ya agotadas; por el contrario, la política financiera y el propio financiamiento al desarrollo deben derivarse de estrategias a largo plazo fundamentadas en el bienestar general.

En cuanto al crecimiento de la Bolsa Mexicana de Valores y su relación con el comportamiento de la economía, tenemos que en efecto, durante la década de los noventa, la BMV resultó ser un eficiente mecanismo para la captación de fondos, tanto internos como externos; pero la realización de este cometido, asignado por la administración en turno, limitó la principal función de la BMV: promover el desarrollo empresarial y nacional. Las divisas captadas por la BMV, en el mercado de capitales y en

el de dinero sólo sirvieron para sostener de manera artificial, en primera instancia, los desequilibrios externos; y en segunda, un peso mexicano sobrevaluado.

Con base en el análisis anterior, podemos comprobar la hipótesis de investigación del presente estudio, concluyendo con el razonamiento siguiente: es cierto que la Bolsa Mexicana de Valores contribuyó al incremento de la inversión; sin embargo, no lo hizo con aquella destinada al crecimiento de las empresas o del gobierno nacional -es decir, aquella inversión dirigida a la planta productiva del país-, sino que la mayor parte de la inversión captada fue dirigida hacia operaciones especulativas. Las consecuencias inmediatas a dicha situación, fue la disminución de la inversión como parte importante de la toma de utilidades de capital. Ante este hecho, el gobierno optó por la emisión masiva de Tesobonos con la finalidad de captar mayores divisas (dólares) y así, mantener el frágil entorno económico mexicano.

De esta manera, se presentó la macrodevaluación del peso mexicano en diciembre de 1994, misma que se vio acentuada por una salida masiva de inversiones de portafolio del mercado de capitales hacia mercados más seguros. Ambos hechos desembocaron en una crisis económica que, posteriormente se desplazó al sector bancario, ocasionando así el peor episodio de crisis registrado en la historia de México.

En cuanto al estudio sobre el desempeño de los mercados de valores mundiales, posterior a los *cracs* suscitados en la década de los noventa, en la mayoría de las bolsas del mundo y principalmente en las de los países emergentes, los resultados han sido congruentes con una primera tendencia débil de recuperación, la cual se vio paulatinamente fortalecida hasta consolidarse en la tendencia actual que apunta hacia una etapa intermedia de crecimiento y que, en algunos casos, es posible que perdure en el corto plazo.

El citado repunte bursátil mundial deriva de un mejoramiento en el entorno económico; sin embargo, puede hablarse de que en los mercados emergentes perdura el riesgo geopolítico derivado de las economías desarrolladas.

A pesar de ello, las bolsas de valores de los mercados emergentes, afectados por las crisis de los noventa, han conseguido unirse a la tendencia del ciclo global: encabezando la lista se encuentra la Bolsa Mexicana de Valores, con una ganancia acumulada de 70% entre marzo de 2003 y marzo de 2004; seguida por Rusia y Corea del Sur con 58.2% y 57.6%, respectivamente. A continuación, encontramos a la Bolsa de Brasil, que obtuvo una ganancia de 65.5%; posteriormente tenemos a Argentina, con rendimientos de

45.7%. Por otro lado, el mercado bursátil japonés muestra una clara recuperación, con un 35.6%; al igual que Singapur, que obtuvo el 32.6% de rendimientos.

Gracias a la cronología anterior, podemos aceptar la hipótesis de que la tendencia bursátil mundial, que impera en los últimos años, señala fuertemente a los mercados de valores emergentes como aquellos con mayor aceptación en la demanda global.

No obstante, esta situación no resulta del todo satisfactoria, ya que este comportamiento puede derivar de factores poco favorecedores como: la subvaluación, tanto de sus monedas como de sus títulos con mayor calificación; tal es el caso, en 2001 y 2002, de las acciones mexicanas que conformaban la canasta del IPC, ante la tendencia alcista de su mercado.

Aunque esta situación no refleja algún elemento de juicio que pronostique una caída dentro del ciclo bursátil como el visto en 1987; podemos constatar que la economía mundial se encuentra más expuesta a factores impredecibles -como el terrorismo o la globalización de los capitales-, que anteriormente no afectarían de manera directa a los mercados de valores.

Por otro lado, los principales indicadores del ciclo bursátil global, indican fuertes niveles de crecimiento y consolidación en México, que ante las pérdidas accionarias mundiales del 2002, la BMV se mantuvo aislada de estos hechos, razón por la que las perspectivas de crecimiento realizadas en la última parte del presente documento señalan la continuación de dicha tendencia, inclusive posterior a un ajuste técnico del mercado y ajustes sobre las tasas de interés.

Sin embargo, el riesgo -aún existente- en los mercados emergentes está relacionado en gran medida con la debilidad del marco jurídico e institucional de estos países, con la incertidumbre acerca del funcionamiento previsible de ese marco y con el temor de que los sistemas se manipulen en detrimento de los inversores extranjeros. Para que los países en desarrollo estén más integrados en el sistema económico y financiero mundial habrá que encontrar los medios de reducir el riesgo y la incertidumbre y de asegurar a los participantes del mercado que las inversiones realizadas en esos países son como se presentan.

En este sentido, hemos podido constatar que la estabilidad financiera en México ha sido punto clave para la economía. Pero no cabe duda que el impulso que necesita el país provendrá de las reformas estructurales que, hasta el día de hoy han sido aplazadas.

Las normas y los códigos relacionados con el sistema financiero tienen importancia crítica para la prevención de las crisis, centrándose principalmente en condiciones regulatorias bien concebidas y de aplicación uniforme para todas las instituciones financieras.

Las normas y los códigos del sistema financiero deben realizarse mediante programas que permitan identificar tanto los puntos fuertes como los débiles del mismo, tomando en cuenta las fuentes principales de riesgo y las necesidades de desarrollo y asistencia técnica del sector; de tal forma que se contribuya a fijar las prioridades sobre aquellas medidas tendientes a: la modernización y supervisión bancaria; detección y seguimiento de la vulnerabilidad externa; regímenes cambiarios sostenibles; y el refuerzo constante frente a un sistema financiero con altos niveles de intervención extranjera.

Bibliografía

- Aspe Armella, Pedro [1993]. *"El camino mexicano de la transformación económica"*. FCE: pp. 215.
- Bazdresch, Santiago y Werner, M. Alejandro [2000]. *"Contagio de las Crisis Financieras Internacionales: El Caso de México"*. Banco de México, Documento de Investigación No. 2000-02, Dirección de Investigación Económica, pp. 32.
- Bordo, Michael D., Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin [1999]. *"Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?"*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Working. Paper 7195.
- Cabello, Alejandra [1999]. *"Globalización y liberación financieras y la bolsa mexicana de valores. Del auge a la crisis"*. Emplaza y Valdés S A de C V: pp. 379.
- Cárdenas, Enrique [1996]. *"La política económica en México, 1950-1994"*. Ed. FCE y Colegio de México: pp. 236.
- CITYBANK (1997). *"Análisis-76. La Economía Mexicana"*. Ed. Publicaciones Ejecutivas de México S A y Grupo Editorial Expansión: pp. 463.
- Clavijo, Fernando [2000]. *"Reformas económicas en México 1982-1999"*. Ed. FCE: pp. 584.
- Cordera, Rolando (comp.) [1995]. *"Desarrollo y crisis de la economía mexicana"*. Ed. Fondo de Cultura Económica: pp. 814.
- Delgado, Ron E. Francisco [2001], *"Ajuste Dinámico y Equilibrio entre la Producción Industrial y la Actividad Bursátil en México"*, en *"Momento Económico"*, UNAM, No. 118: pp. 21-38.
- Dieck Assad, Flory Anette [2004]. *"Instituciones Financieras"*. Ed. Mc Graw Hill: pp. 508.
- Edwards, Sebastian; Gómez Biscarri, Javier y Perez de Garcia, Fernando [2003]. *"Stock Market Cycles, Financial Liberalization and Volatility"*. National Bureau of Economic Research, Julio de 2003: pp. 54.
- Eichengreen, Barry [2000], *"La Globalización del Capital"*. Ed. Antoni Boch: pp. 327.
- Girón Alicia y Correa Eugenia (comps.), [1997]. *"Crisis Bancaria y Carteras Vencidas"*. Ed. Demos, Desarrollo de Medios S A de C V: pp.154.

-
- Glick, Reuven, Moreno, Ramon y Spiegel, Mark M. (eds.), [2001]. *"Financial Crises in Emerging Markets"*. Ed. Cambridge University Press: 467.
 - Guzmán Calafell, Javier [2002]. *"El papel de la liberalización financiera en la promoción y la asignación del ahorro interno: conclusiones y lecciones de política"* en CEMLA-BOLETÍN, Vol. XLVIII, Núm. 3, julio-septiembre de 2002: pp. 140-144.
 - Hamilton, J. D. [1989]. "A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle" *Econometrica* 57: pp. 29.
 - Heyman, Timothy [1998]. *"Inversión en la Globalización. Análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas"*. Ed. Milenio, S A de C V: pp. 425.
 - Huerta González, Arturo [2002]. *"Apreciación cambiaria, baja inflación, recesión económica"*. Ed. Diana: pp. 162.
 - Informe Hacendario [2002]. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, julio-diciembre 2002, Vol. 10, núm. 39 y 40: pp. 27.
 - Informe Anual del Banco de México, Banxico: varios años.
 - Iyoda, Mitsuhiro [1997]. *"Profits, Wages and Productivity in the Business Cycle: a Kaldorian Analysis"*. Ed. Kluwer Academic Publishers: pp. 160.
 - Jalife-Rahme, Alfredo [2003]. *"Los dos frentes antes y después del 11 de septiembre: una guerra multidimensional"*. Ed. CADMO & EUROPA, Caps. 1, 2, 4, 6 y 7.
 - Kaplan, Marcos; Manrique Campos, Irma (comps.) [2000]. *"Regulación de flujos financieros internacionales"*. UNAM: pp. 338.
 - Kenneth Galbraith, John [1965]. *"The Great Crash, 1929"*. Ed. Seix Barral, S A. Barcelona, España: pp. 237.
 - Kitchin, J. [1923]. *"Cycles and Trends in Economic Factors"*.
 - Krueger, Anne [2002]. *"La reforma de la reestructuración de la deuda soberana: un enfoque de vías gemelas"* en CEMLA-BOLETÍN, Vol. XLVIII, Núm. 3, julio-septiembre de 2002: pp. 114-117.
 - Lakshman, Alles [2002]. *"Bursatilización o titularización de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente"* en CEMLA-BOLETÍN, Vol. XLVIII, Núm. 3, julio-septiembre de 2002: pp. 128-139.
 - León Islas, Oscar [1997]. *"Reforma y Crisis Financiera en México, 1990-1995"*. Tesis de licenciatura, Facultad de Economía, UNAM: pp. 6-71, 161-165.

- Levy Orlik, Noemi [1999]. "Desregulación Financiera: Efecto en el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México" en Problemas del Desarrollo, Vol. 30, Núm. 119, octubre-diciembre de 1999: 81-103.
- Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí, (comps.) [1989], "*La Inequidad del Sistema Monetario Internacional y el Carácter Político de la Deuda del Tercer Mundo*". Universidad Nacional Autónoma de México: pp. 126.
- Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí, (comps.) [1998], "*Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*". UNAM: pp. 271.
- Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí, (comps.) [1989], "*La Inequidad del Sistema Monetario Internacional y el Carácter Político de la Deuda del Tercer Mundo*". Universidad Nacional Autónoma de México: pp. 126.
- Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí, (comps.) [2000], "*De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*". Universidad Nacional Autónoma de México: pp. 435.
- Martínez, Abascal Eduardo [1999]. "*Invertir en Bolsa: Conceptos y Estrategias*". Ed. McGraw-Hill/Interamericana de España, S A U: pp. 395.
- Martínez, Ifigenia [1989]. "*El Sistema Monetario Internacional y el Problema de la Deuda Externa*", en "*Problemas del Desarrollo*" Vol. XX, No. 79, oct-dic, pp. 9-26. IIEc-UNAM.
- Matos, Fernando Augusto [2000]. "*Retrospectiva Histórica del Proceso de Globalización Financiera*", en "*Problemas del Desarrollo*" Vol. LX: 233, jul-sept, pp. 113-147. IIEc-UNAM.
- Menchaca, Trejo Mauricio [1998]. "*El Mercado de Dinero en México*". Ed. Trillas: pp. 167.
- Mills, Terence C. [1999]. "*The Econometrics Modelling of Financial Time Series*". Cambridge University Press: pp. 372.
- Mochón Morcillo, Francisco [1998]. "Diccionario de términos financieros y de inversión". Segunda edición, Ed. Mc Graw Hill: pp. 502.
- Mondragón Díaz, Manuel [2002]. "*Mercados financieros de México y el mundo*". Ed. Gasca Sicco, S A de C V: pp. 261.
- Murphy, John J. [1999]. "*Análisis Técnico de los Mercados Financieros*". Ed. Gestión 2000: pp. 546.

-
- Ortiz, Guillermo [2002]. "*Crisis recientes en mercados emergentes: ¿qué es lo que hemos aprendido?*" en CEMLA-BOLETÍN, Vol. XLVIII, Núm. 4, octubre-diciembre de 2002: pp. 155-187.
 - Pagan, Adrian R. y Sossounov, Kirill A. [2000]. "*A Simple Framework for Analyzing Bull and Bear Markets*": pp. 51.
 - Pettis, Michael [2001]. "La Máquina de la Volatilidad". Ed. Océano de México S A de C V: pp. 317.
 - Rivera Ríos, Miguel Ángel y Toledo Patiño Alejandro, [1998], "*La Economía después de la crisis del peso*". Universidad Nacional Metropolitana, Universidad Nacional Autónoma de México y Dirección General de Asuntos del Personal Académico: pp. 271.
 - Rodríguez, García Mauro [2001]. "*Las Fluctuaciones Económicas en México: 1878-1996*". Facultad de Economía, UNAM: pp 143.
 - Rodríguez, Prada Gonzalo [1996]. "*La Macroeconomía de los Mercados Emergentes*". Ed. Universidad de Alcalá de Henares: Caps. 7, 9 y 10.
 - Rueda, Arturo [2002]. "*Para Entender la Bolsa: Financiamiento e inversión en el mercado de valores*". Ed. Internacional Thomson Editores: pp. 480.
 - Solans, Eugenio D. [2002]. "*Integración Monetaria en Europa: experiencias pasadas y presentes*" en CEMLA-BOLETÍN, Vol. XLVIII, Núm. 4, octubre-diciembre de 2002: pp. 195-198.
 - Stampfli, Joseph y Goodman, Victor [2002]. "*Matemáticas para las finanzas. Modelado y cobertura*". Ed. Thomson Learning: 250.
 - Standard & Poor's [2000]. "*The S&P Emerging Market Indices: Methodology, Definitions, and Practices*". Ed, MacGraw-Hill: pp. 63.
 - Stiglitz, Joseph E. [2003]. "El malestar en la Globalización". Ed. Taurus: pp. 314.
 - Trichet, Jean-Claude [2002]. "*Burbujas de precios de los activos y sus implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera*" en CEMLA-BOLETÍN, Vol. XLVIII, Núm. 3, julio-septiembre de 2002: pp. 107-113.
 - Urquidi, Victor L. [1994]. "*Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario*" en "*Comercio Exterior*", octubre de 1994: pp. 838-847.
 - Vidal, Gregorio y otros [1986], "*La Crisis Financiera*". Ed. Nuestro Tiempo S A: pp. 151.
 - Vilariño, Sanz Ángel [2000]. "*Turbulencias Financieras y Riesgos de Mercado*". Ed. Prentice Hall: pp. 300.

- Villarreal, René [2000]. *"Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México. Un enfoque macroindustrial y financiero (1929-2000)"*. Ed. FCE: 717.
- Villegas, Hernández Eduardo y Ortega, Ochoa Rosa María [2002]. *"Sistema Financiero de México"*. Ed. McGraw Hill: pp. 346.