



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES “ARAGÓN”

ECONOMÍA

“CAUSAS Y EFECTOS DE LA INVERSIÓN ESPECULATIVA.
EN BASE A LA POLÍTICA MONETARIA
EN MÉXICO (2000-2008)”

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

GARCÍA ROJAS HÉCTOR ALFONSO



FES Aragón

SESOR: LIC. ARROYO VARGAS HORTENCIA DE JESÚS

MÉXICO ABRIL 2010



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Dedicatoria:

Simplemente quiero dar las gracias a mi asesora de tesis Arroyo Vargas Hortensia de Jesús, quien con su esmero y paciencia, pude llevar a cabo esta investigación, sin embargo me gustaría mencionar a mi familia quien siempre me apoyo en el transcurso de toda la carrera, y por último gracias a los sinodales por su tiempo y sus comentarios.

INDICE

Introducción	5
1. Política Monetaria.	
1.1 Definición de política monetaria.	8
1.1.2. Determinación de la Oferta y la Demanda de Bienes y Servicios.	10
1.1.3. Variables Instrumentales de la Política monetaria.	12
1.2. Objetivos de la política monetaria en 1999.	17
1.2.1 Programa Monetario aplicado a partir de 1995.	19
1.2.2 comportamiento en la Base Monetaria 1999.	29
1.3. Política monetaria a partir del año 2000.	32
1.3.1 Fenómenos externos que modifican la postura de la política monetaria en nuestro país.	35

1.4. Características e influencia sobre la inversión.	40
1.4.1 Movimientos del Tipo de Cambio	41
1.4.2 Apertura en los Mercados de Capitales	46
2. Sistema Financiero	
2.1. Sistema financiero sólido para el desarrollo de la inversión.	51
2.1.1 Funciones para un Sistema Financiero.	52
2.1.2 Situación del Sector Bancario Mexicano	57
2.2. Mercados participantes.	66
2.2.1 Regulación del Sistema Financiero	70
2.3. Decisiones y necesidades financieras.	72
2.3.1 Decisión a invertir.	74
2.3.2 Naturaleza del riesgo financiero	78

3. Inversión Especulativa (de cartera)	
3.1. Antecedentes históricos.	87
3.1.1 El enfoque de Markowitz.	89
3.1.2 Incertidumbre, desconfianza e inestabilidad	93
3.1.3 Capital Extranjero Durante los Últimos 20 Años	96
3.2. Regulación de la inversión especulativa.	101
3.2.1 Ley de Sociedades de Inversión	103
3.3. Beneficios hacia el país.	109
3.3.1 Disminución del Crecimiento Económico	111
3.4. Influencia del IPyC en atraer inversión.	117
3.4.1 IPyC Como Indicador del Mercado Accionario	119
3.4.2 Riesgo País	122
Conclusiones	123
Aportaciones	125
Bibliografía de Consulta	127

Introducción

La inversión es una variable importante para el desarrollo de un país, sin embargo se ha cuestionado que ésta ha beneficiado solo a algunos cuantos individuos que al verse forzados a los diferentes tipos de fluctuaciones económicas prefieren especular en un mercado que siendo regulado o no, puedan obtener mayores beneficios en un mínimo plazo y con el menor riesgo. Debido a que los flujos de capital especulativo agudizan los problemas económicos de los países que han iniciado un proceso de recesión, principalmente en las economías desarrolladas las cuales repercuten sobre las economías emergentes a través de las crisis, ya que estas se dirigen en base a un círculo vicioso. Prueba de esto son las crisis económicas originadas por la salida masiva de capital financiero que vivió México con el llamado “efecto tequila (1995)”. Sin embargo no solo nuestro país vivió este tipo de crisis, recordemos el efecto dragón en Asia (1997), el efecto vodka en Rusia (1998), el efecto Zamba en Brasil (1999), y el efecto tango en Argentina (2001), entre otros.

Ante cierta incertidumbre, existe preocupación sobre los efectos negativos que la economía mundial ha registrado como producto de la alta volatilidad de los flujos de capital descritos. Este tipo de choques afecta de distinta manera a nuestro país como son las exportaciones netas, los hidrocarburos y al mismo tiempo se ven afectados las cuentas externas y las finanzas públicas. La importancia de efectuar esta investigación es sobre las causas y efectos que este desorden ha llevado al país a mover sus expectativas hacia el desarrollo del país.

Hace casi dos décadas se implemento el neoliberalismo. Para ello se recurrió a algunos mecanismos como, el establecimiento de “mercados libres”, los mercados externos como motor del crecimiento, acuerdo de protección de inversiones, programas de ajustes en el marco de un nuevo consenso macroeconómico centrado en el control de la inflación, endeudamiento como fuente principal de ingresos para la política fiscal y otros complementarios. Después de la privatización de la banca, el país se enfrento a grandes retos, en donde:

- ✓ A partir de las reformas a la ley de instituciones de crédito de julio y diciembre de 1993 (a diferencia de las reformas anteriores), ya no se reconoce al sistema bancario como un servicio público sino como privado.
- ✓ Se abre una fase en la estructura y funcionamiento del sistema financiero mexicano, al establecerse grupos financieros de capital extranjero en su mayoría.
- ✓ Fusionar bancos medianos para enfrentar la competencia de las grandes instituciones financieras.

- ✓ El gobierno de Carlos Salinas de Gortari implemento la apertura comercial bajo un entorno comercial de sobrevaluación del tipo de cambio, lo que llevo a la planta productiva a una acelerada pérdida de posicionamiento en el mercado e incluso a la quiebra.
- ✓ La política monetaria va encaminada a restablecer las tasas de interés, pero principalmente a disminuir la inflación.
- ✓ Permitió que se utilizaran nuevos recursos crediticios, se liberaron las tasas de interés, se eliminaron las practicas de asignación de crédito, el encaje legal y el coeficiente de liquidez.

Esto llevo a desarrollar funciones en donde se tuviera un mejor desarrollo a los retos internacionales, los cuales privilegiaron solo a los capitales foráneos como parte de una estrategia al mecanismo de integración de la economía al proceso globalizador, para que respondiera a las transformaciones de intermediación bancaria con el mundo, paulatinamente, los bancos ya no sólo reciben depósitos y prestan dinero, ahora se han convertido en emisores de valores, junto con empresas privadas y el propio gobierno. Pero a la vez, se pretende que los bancos sean universales en los mercados, a fin de que no existan trabas para las transacciones comerciales y financieras. De esta estrategia, en 1991 el país contaba con oficinas de 64 bancos extranjeros. Esto se da en un marco de reformas en el gobierno del presidente Ernesto Zedillo Ponce de León, esto se caracteriza por:

- ✓ Incrementar la capitalización vía emisión de títulos de deuda a un plazo mínimo de 10 años y acceder de esta manera a la financiación exterior.
- ✓ Que sean los propios bancos los que asuman el riesgo de su crecimiento, orillándolos a adoptar principios contables internacionales.

Lo cual es un problema en países como el nuestro, ante esto saber los motivos de por que invierten en este tipo de inversiones ya que la decisión de invertir en actividades especulativas se debe a diversos factores, pero el principal es el rendimiento ofrecido en base a un contexto de diversificación internacional de portafolio en el cual intervine el grado de calificación riesgo – país. Sin embargo, las operaciones comerciales o financieras tiene por objeto la obtención de un benéfico económico, basada en las fluctuaciones de los países. Un especulador no busca disfrutar del bien que compra, sino beneficiarse de las fluctuaciones de su precio en este sentido extenso toda forma de inversión es especulativo; sin embargo en esta investigación nos limitaremos al movimiento de capitales.

El interés de los países por obtener recursos del exterior se considera muy importante en el proceso de crecimiento económico, no obstante en la práctica es otro fenómeno el que ha prevalecido; se ha ejercido la política económica de atraer capitales que compensen los desequilibrios de balanza de pagos y se han descuidado, tal vez involuntariamente, los aspectos productivos que pudieran obtenerse de esta entrada de capitales. Es por esto que se promueve el flujo de entrada de capital financiero, esto ha llevado a que se apliquen políticas desregulatorias al vapor. Esto originando posteriores desequilibrios en los que ha resultado que la economía pierde más de lo que originalmente estos capitales apoyan.

A partir del año 2000 el país se enfrenta a un nuevo cambio político el cual da un giro trascendental, este cambio tenía como objetivo principal trascender la vulnerabilidad de la economía y transitar hacia un verdadero crecimiento con calidad, el gobierno se propuso cinco grandes objetivos que permitan dirigir las estrategias reconocidas por el nuevo gobierno hasta el momento y permitan ordenar aquellas estrategias y acciones que plantee la sociedad a lo largo de los próximos seis años:

1. Conducir responsablemente la marcha económica del país.
2. Elevar y extender la competitividad del país.
3. Asegurar el desarrollo incluyente.
4. Promover el desarrollo económico regional equilibrado.
5. Crear condiciones para un desarrollo sustentable.

Estas cinco acciones que se plasmaron en el Plan Nacional de Desarrollo, solo fueron pasajeras, ya que en ningún caso alguna de ellas se llevo a cabo y por si fuera poco no tuvo la solidez la cual el gobierno venia suponiendo que tendrían efecto para darle un giro positivo a la actividad económica.

1 POLÍTICA MONETARIA

1.1 Definición

Política que determina los objetivos por los cuales un gobierno establece sus metas de crecimiento, sin embargo estos objetivos dejan de alcanzarse ya que esta influenciada en base a una economía abierta, debido a que fluctúan entre la oferta y demanda (libre mercado), pero para el propósito que se persigue se tomará desde la función de la moneda, la cual funciona como instrumento que puede ser empleado o dirigido hacia diversos fines, y sobre decisiones medidas y calculadas para modificar la situación o el sistema monetario, por otra parte emplea el sistema monetario con el propósito de influenciar la situación económica no monetaria e incluso la situación social y política, por lo tanto la moneda puede ser el fin de la política monetaria a si como su medio. Ante esto las funciones de la moneda pueden clasificarse en dos categorías¹:

- 1) Funciones Estáticas
- 2) Funciones Dinámicas

La primera sirve como un recurso técnico que asegura un mejor funcionamiento del sistema económico sin influir activamente en sus tendencias. Las dinámicas tienden a ejercer una poderosa influencia sobre el nivel de precios en el volumen de producción, comercio y consumo sobre la distribución de la riqueza por lo que es capaz de estimular y/o mantener el progreso social y económico e incluso ejerce una decisiva influencia sobre el curso de la historia y progreso de una civilización.

La moneda tiene cinco funciones técnicas principales:

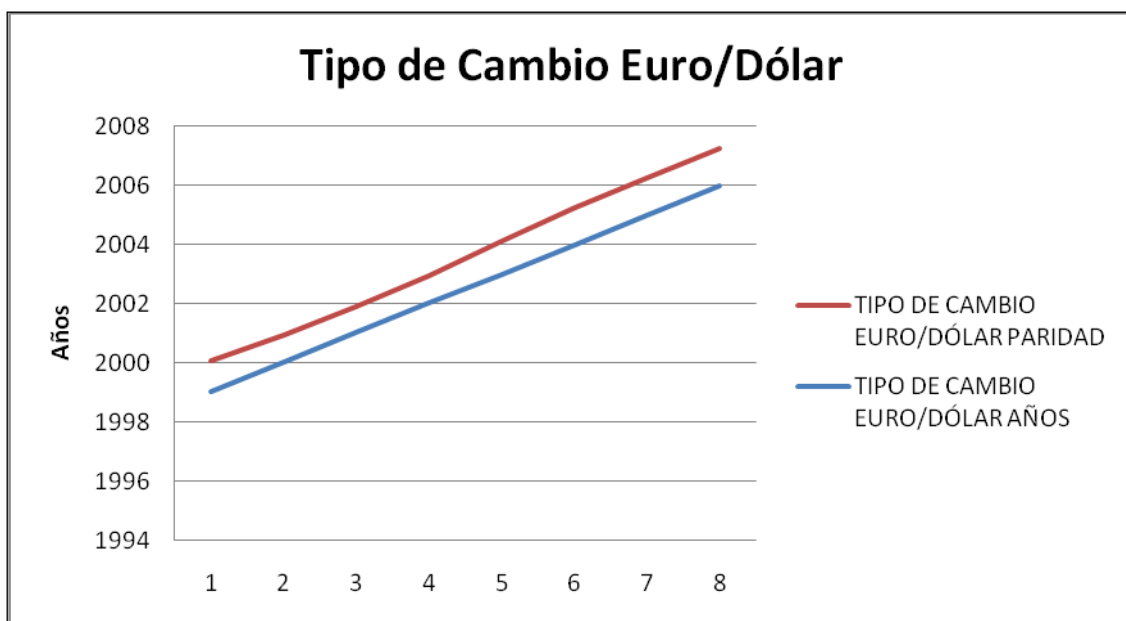
1. Servir como medio de cambio
2. Vehículo de pagos no comerciales (impuestos, multas, donaciones, etc.)
3. Patrón de valor
4. Medio para los pagos diferidos
5. Almacenamiento de valor

Sus funciones nos llevan a emplearla como medio de pago, tanto comercial como no comercial, para medir los valores y su expresión en forma de precios para la determinación de deudas futuras y como vehículo de acumulación de riqueza.

¹ Oscar Luis Ortiz Soto. El Dinero, La Teoría, La Política y Las Instituciones. UNAM Facultad de Economía. Págs. 211 – 251.

Al emplearse como medio de cambio o de patrón de valor no origina por si mismo ningún cambio dinámico en el funcionamiento de la economía. Es así como la moneda no causa ninguna elevación o caída del nivel de precios, o alguna contracción en la actividad comercial, por el hecho de ejercer las funciones normales de un medio de cambio o sus funciones restantes, estos efectos son producidos por sus funciones dinámicas si el papel ejercido por la moneda se viera limitada a sus funciones estáticas la política monetaria se vería limitada a sus funciones estáticas por lo que su propósito de mantener un grado razonable de estabilidad en su valor implica su libre aceptación en pago de mercancías y servicios, por lo que es esencial que exista un grado de confianza en la moneda y que se disponga de una suficiente cantidad de la misma para que circule sin trabas, sin embargo su depreciación suele causar grandes inconvenientes y graves desventajas, pero una moneda en curso de depreciación puede seguir actuando como medio de cambio mientras los que reciben vuelven a gastarla poco después de llegar a su manos, no sufrirán ninguna pérdida excesivamente grave por la caída gradual de su valor. Esto se puede observar en la grafica 1.1, donde el tipo de cambio entre Euro/Dólar muestra una paridad alcista en comparación con el dólar, ya que este ha tendido a depreciarse en los últimos años.

Grafica 1.1 Paridad Cambiaria



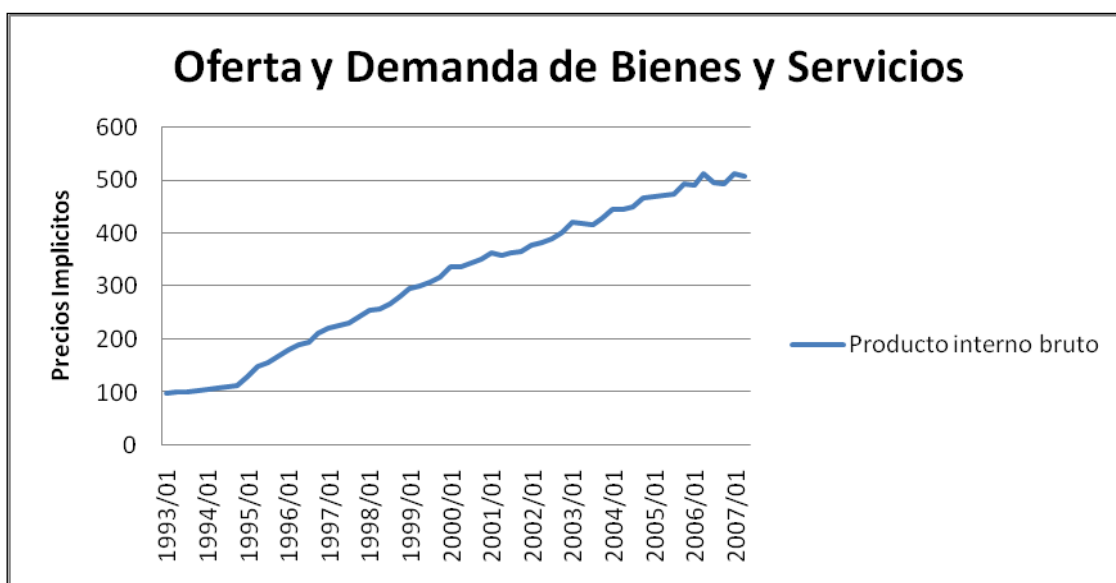
Fuente: Elaboración propia, con datos del Report of President: <http://www.gpoaccess.gov/eop/>

Sólo si la depreciación se produce rápidamente puede perder gran parte de su valor de un día a otro e incluso en minutos, por lo que deja de ser libremente aceptable como medio de cambio e incluso deja de ser adecuada como medio de pago no comercial, por otra parte una moneda en curso de encarecimiento tendera a ser muy buscada por los vendedores de mercancías y servicios como medio de cambio, y aún más como depósito de valor². Una moneda en alza es una buena inversión aunque no produzca intereses, sin olvidar que cualquier inestabilidad en su valor tiende a convertirla en no adecuada como patrón de valor o como medio para los pagos diferidos.

1.1.2 DETERMINACIÓN DE LA OFERTA Y LA DEMANDA DE BIENES Y SERVICIOS

En un sistema de economía libre la cantidad de mercancías que se producen están determinadas por el beneficio que se obtiene sobre ellas, a su vez este beneficio es determinado por los precios que se consiguen por estas mercancías, comparado con su costo de producción, lo que nos lleva a determinar que los precios están determinados por la relación entre oferta y demanda. Véase la grafica 1.2

Grafica 1.1.2 Bienes y servicios



Unidad de Medida: Índice base 1993 = 100.

Fuente: Elaboración Propia con datos de INEGI. Cifras preliminares a partir de la fecha que se indica.

² Ejemplo de ello es la especulación con el tipo de cambio peso – dólar o viceversa

Recíprocamente la oferta y la demanda están a su vez influenciadas por el costo de producción y por los precios, estos últimos tienden a ajustarse por si mismos según las cantidades disponibles para la venta y el número de personas que tienen el deseo y los medios de comprar las mercancías, pero tienden a ejercer un aumento o reducción de la oferta o de la demanda según el margen de beneficio, los movimientos de los precios individuales juegan un papel muy importante en la determinación de la producción, distribución y consumo, y los precios son expresados en términos de moneda, esto significa que la moneda hace mucho mas que servir simplemente como un recurso técnico para facilitar los intercambios de mercancías y como unidad de calculo por la que pueden ser adecuadamente comparados los valores de diversos objetos, gracias a este medio el mecanismo de precios tiende a establecer un equilibrio entre el costo de producción y el precio de venta y entre la oferta y demanda.

El papel de la moneda como medio por el cual opera el mecanismo de precios es esencialmente estático, pues sirve como recurso pasivo y no afecta fundamentalmente al mecanismo de precios. El carácter dinámico de la moneda en el sistema económico es importante ya que es una forma de influenciar en el nivel general de precios, debido a la cantidad de moneda y la frecuencia con que sus poseedores la gastan influye en la demanda de mercancías y servicios. Si se dispone de más moneda para gastar mientras que la disponibilidad de mercancías y servicios en oferta para la venta sigue siendo igual, lo probable es que se pidan y paguen precios más elevados por las mismas mercancías y servicios. Si la cantidad de moneda para gastar no es suficiente o si la cantidad disponible no es gastada lo suficiente, los vendedores de mercancías y servicios pueden aceptar precios más bajos.

La aplicación inteligente y progresiva del sistema monetario tiende a conseguir la plena utilización de los recursos naturales y de las invenciones tecnológicas que conducen a un óptimo nivel de vida, sin embargo una aplicación demasiado estricta y rígida del sistema monetario tiende a llevar graves retrocesos debido a las destructivas consecuencias de una inflación elevada. Este sistema lleva consigo la posibilidad de regular las tendencias comerciales, de estimular la actividad productiva y el comercio, por lo cual las condiciones monetarias pueden estimular o desanimar tanto el consumo como la producción³.

³ Fines y Medios de Política Monetaria Paul Einzig
Edit. Seix Barral S.A Barcelona 1964
PAG. 17 – 56

1.1.3. VARIABLES INSTRUMENTALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Es necesario saber que la política monetaria se basa sobre un conjunto de variables instrumentales, de apoyo, intermedio y objetivo. Por lo tanto las variables intermedias de la política monetaria son las siguientes:

- Oferta Monetaria
- Tasa de Interés
- Reservas Bancarias
- Composición del Crédito
- Tipo de Cambio

Las variables instrumentales son las que la autoridad monetaria cuenta para manipularlas directamente y así influir sobre las variables intermedias que actúan sobre las variables objetivo. Se dividen en dos tipos: variables instrumentales no ortodoxas. Esta clasificación también podría hacerse entre variables instrumentales tradicionales y no tradicionales. Esto obedece a que las primeras que actúan directamente sobre la oferta monetaria como variable intermedia, son plenamente aceptadas por los teóricos de la política monetaria en la medida de que no generan efectos negativos, sobre otras variables económicas. Véase diagrama 1.1

Variables Influenciadas por la Política Monetaria⁴

Variables Intermedias

- * Oferta Monetaria
- * Reservas Bancarias
- * Tasa de Interés
- * Composición del Crédito
- * Tipo de Cambio

Variables Instrumentales (Ortodoxas ò Tradicionales)

- * Operaciones de Mercado Abierto
- * Manipulación de la Tasa de Reserva Bancarias
- * Manipulación de la Tasa de Redescuento

Variables Instrumentales Ortodoxas ò no Tradicionales

- * Manipulación de la Tasa de Interés
- * Control Selectivo del Crédito
- * Financiamiento del Déficit Fiscal
- * Política de Cambiaria
- * Control de Cambios

Variables Instrumentales de Apoyo

- * Control Sobre el Crecimiento de los Pasivos de la Banca
- * Fijación del Nivel de Capitalización de las Instituciones Financieras

Variables Objetivo

- * Crecimiento del PIB
 - * Crecimiento del Empleo
 - * Eliminación de la Inflación
 - * Equilibrio de la Balanza de Pagos
-

⁴ Véase Leopoldo Solís Sistema Financiero Mexicano págs. 57-58

Las autoridades monetarias alrededor del mundo, han mencionado que la mejor contribución que puede aportar la política monetaria para fomentar el crecimiento económico sostenido es procurar la estabilidad de precios. Por tanto, en años recientes muchos países, incluyendo el nuestro, han reorientado los objetivos de la política monetaria de forma que el objetivo prioritario del banco central sea el procurar la estabilidad de precios. Este objetivo se ha formalizado, en la mayoría de los casos, con el establecimiento de metas de inflación en niveles bajos. Como los bancos centrales son las autoridades responsables de proveer de moneda y de instrumentar la política monetaria⁵. Esta última esta asociada al conjunto de acciones a través de las cuales la autoridad monetaria determina las condiciones bajo las cuales proporciona el dinero que circula en la economía, con lo cual influye en el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo.

Es importante mencionar que el banco central no tiene un control directo sobre los precios ya que éstos se determinan como resultado de la interacción entre la oferta y demanda de diversos bienes o servicios. Sin embargo, a través de la política monetaria el banco central puede influir sobre el proceso de determinación de precios y así cumplir con su meta de inflación⁶. En general, los bancos centrales conducen su política monetaria afectando las condiciones bajo las cuales satisfacen las necesidades de liquidez en la economía, lo que podría definirse como la primera etapa del mecanismo de transmisión. Esto se lleva a cabo a través de las condiciones bajo las cuales se proporciona dicha liquidez a los participantes en el mercado de dinero, ya sea mediante modificaciones en algunos rubros del balance del banco central o con algunas medidas que influyan de manera más directa sobre las tasas de interés. Los principales elementos de la segunda etapa del mecanismo de transmisión se pueden dividir para su explicación en cuatro canales a través de los cuales la tasa de interés de corto plazo puede influir sobre la demanda y oferta agregada y posteriormente los precios.

⁵ La definición de los objetivos que debe seguir la política monetaria ha sido un tema que ha ocupado a los economistas y a la opinión pública desde que los bancos centrales se consolidaron como las entidades responsables de proveer a las economías de moneda nacional y de instrumentar la política monetaria.

⁶ Lo anterior determina que para la autoridad monetaria es sumamente importante conocer los efectos que sus acciones tienen sobre la economía en general, particularmente sobre el proceso de determinación de precios.

1. Canal de Tasas de Interés⁷. En general, las tasas de mediano y largo plazo dependen, entre otros factores, de la expectativa que se tenga para las tasas de interés de corto plazo en el futuro. Así, cuando el banco central induce cambios en las tasas de interés de corto plazo, éstos pueden repercutir en toda la curva de tasas de interés. Es importante destacar que las tasas de interés nominales a diferentes horizontes también dependen de las expectativas de inflación que se tengan para dichos plazos (a mayores expectativas de inflación, mayores tasas de interés nominales). En general, ante un aumento en las tasas de interés reales se desincentivan los rubros de gasto en la economía. Por un lado, al aumentar el costo del capital para financiar proyectos, se desincentiva la inversión. Por otro, el aumento en las tasas de interés reales también aumenta el costo de oportunidad del consumo, por lo que éste tiende a disminuir, ambos elementos inciden sobre la demanda agregada y eventualmente la inflación.
2. Canal de Crédito. Un aumento en las tasas de interés disminuye la disponibilidad de crédito en la economía para inversión y consumo. Por una parte, el aumento en las tasas de interés encarece el costo del crédito y la cantidad demandada del mismo disminuye. Por otra, la oferta de crédito también puede reducirse, en virtud de que una tasa de interés real mayor puede implicar mayor riesgo de recuperación de cartera, a lo que los intermediarios financieros típicamente reaccionan racionando el crédito. La disminución del consumo y la inversión se traduce a su vez en una disminución en la demanda agregada y consecuentemente en una menor inflación.
3. Canal del Precio de Otros Activos. Un aumento en las tasas de interés tiende a hacer más atractiva la inversión en bonos y disminuye la demanda de acciones, por lo que el valor de mercado de estas últimas, así como el de otros activos puede disminuir. Ante la caída en el valor de mercado de las empresas, éstas pueden ver deteriorada su capacidad para acceder a diversas fuentes de financiamiento, lo cual dificulta la realización de nuevos proyectos de inversión. Lo anterior también conduce a una menor demanda agregada y a una disminución en la inflación.
4. Canal de Expectativas. Las decisiones de política monetaria tienen efectos sobre las expectativas acerca del desempeño futuro de la economía y, en particular, el de los precios. Es precisamente con base en dichas expectativas que los agentes económicos realizan el proceso por el cual determinan sus precios. A su vez, las expectativas de inflación tienen efectos sobre las tasas de interés y éstas sobre la demanda y oferta agregada a través de los canales mencionados anteriormente. Para ilustrar el papel que tienen las expectativas de inflación en la economía es importante destacar que las previsiones sobre costos e ingresos futuros de las empresas son muy importantes para determinar los precios y niveles de producción de los bienes y servicios que éstas ofrecen.

⁷<http://www.banxico.org.mx/polmoneinflacion/didactico/efectosPolMonEconomia/efectosDeLaPolMonSobreEconomiaV3.pdf>

Finalmente, es importante destacar que los diferentes canales por los cuales se transmiten los efectos de la política monetaria a la economía suelen complementarse entre sí, ya que operan de manera simultánea. Cabe señalar que existen canales adicionales a través de los cuales la política monetaria influye sobre el comportamiento de la inflación, sin embargo, los antes descritos son los de mayor relevancia. Ante estos escenarios la política monetaria en nuestro país enfrenta los siguientes retos:

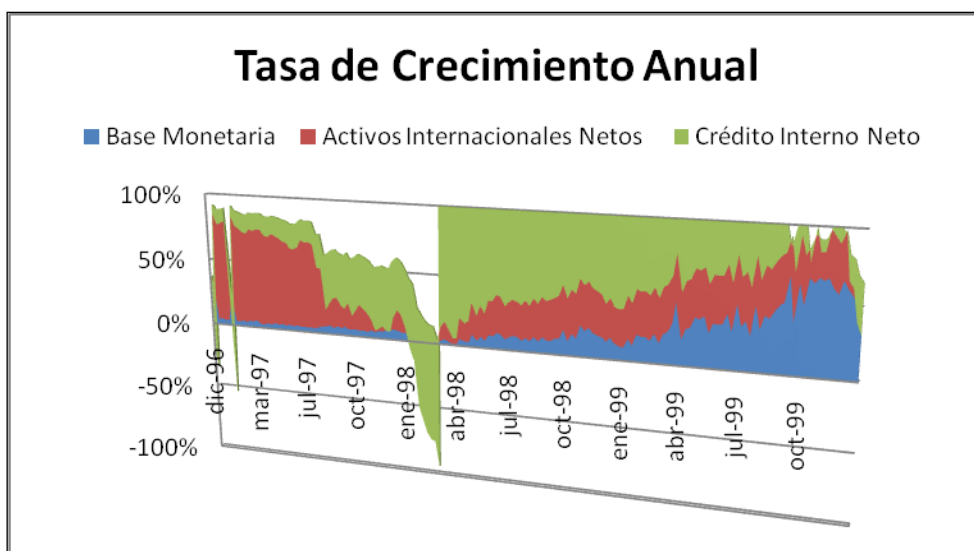
- **Macroeconómicos:** La situación actual está caracterizada por la incertidumbre que atraviesan los mercados internacionales y la necesidad de consolidar la fortaleza de las finanzas públicas.
- **Microeconómicos:** Los menores niveles de inflación han traído nuevos desafíos para los bancos centrales en los países emergentes. Fenómenos microeconómicos y de mercados específicos han tomado mayor relevancia en el análisis sobre los factores que inciden en la inflación.
- **Transparencia:** Con la finalidad de aumentar la eficiencia de la política monetaria es necesario redoblar el esfuerzo de comunicación y de rendición de cuentas con el público.

1.2 OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 1999

El esquema de política monetaria que el gobierno implementó, se basó en un régimen de objetivos de inflación, en donde el tipo de cambio fijo para el periodo de 1990 – 1994, se subordinó al régimen cambiario, sin embargo para el periodo 1995 – 2000 se transitó a un tipo de cambio flexible, en donde la política monetaria ocupó como objetivos intermedios a los agregados monetarios. Este esquema fue modificado con el fin de incrementar la efectividad ante los cambios que experimentó la economía del país, en el transcurso de los últimos años⁸. Esta evolución ha tenido como resultado una aproximación gradual hacia un esquema de objetivos de inflación, el cual es utilizado hoy en día con diferentes variantes y por varios bancos centrales, tanto de países desarrollados como emergentes.

Cabe destacar que a consecuencia de la devaluación del peso y del incremento de la inflación, derivados de la crisis cambiaria y financiera de 1994–1995, el Banco Central optó como guía de política monetaria un límite al crecimiento del crédito interno neto durante dicho año. Véase la gráfica 1.1

Grafica 1.1 CRECIMIENTO ANUAL

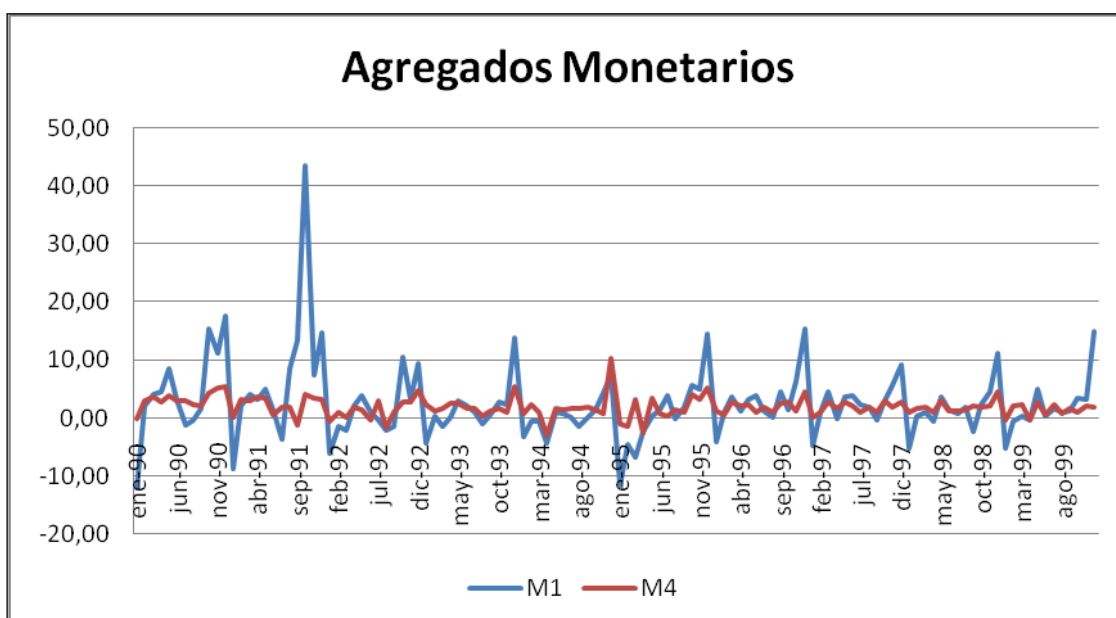


Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

⁸ A consecuencia de la crisis en la balanza de pagos que enfrentó el país en 1994-1995, se optó por la adopción del régimen de libre flotación cambiaria, el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política que orientaba las expectativas de inflación.

Las limitaciones de los agregados monetarios sirvieron de referencia para la conducción de la política monetaria, véase la grafica 1.2 en donde nos muestra que el mercado más importante para fines de los agregados monetarios es el interno. La razón es sencilla, es en este mercado en donde se registra la mayoría de las transacciones financieras relevantes para la economía del país⁹. Por ello, los agregados monetarios están relacionados con instrumentos financieros de ahorro en el mercado interno, no obstante se debe mencionar que existen algunos instrumentos que si bien reflejan la captación de recursos en mercados del exterior, están sin embargo estrechamente vinculados con la economía nacional. En particular, ese es el caso de la captación bancaria a través de agencias y sucursales en el exterior, la cual se incluye en el agregado monetario M4¹⁰.

Grafica 1.2 AGREGADOS MONETARIOS



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

⁹ Este límite se derivó de la estimación del crecimiento de la demanda de base monetaria y del supuesto de una nula acumulación de reservas internacionales. Sin embargo, a causa de la crisis por la que atravesaba en ese momento el Instituto Central, se optó por la adopción de un agregado monetario muy visible para servir como guía del programa monetario.

¹⁰ los agregados M1 y M4 se retroalimentan, ya que M4 depende de en una porción de M3 y este de M2, el cual depende de M1, por lo que esta cadena influirá en la actividad económica del país tomando en consideración la tasa líder (cetes), ya que esta tasa finge como líder. Se debe de tomar en consideración que tanto M4 como los demás agregados son calculados bajo consideraciones de los cetes, esto es que tanto los instrumentos de deuda como bonos y/o acciones se calculan bajo esta tasa, por lo que es de gran importancia conocer el enfoque metodológico que aplica el banco central, tomando en cuenta que tanto el crédito como el ahorro juegan un papel importante, principalmente el ahorro interno que es donde se aplica M4.

1.2.1 Programa Monetario aplicado a partir de 1995

En base a las circunstancias y por las desventajas que atravesaba la economía, el Banco Central elaboró un programa monetario el cual se expreso de la siguiente manera:

La mayoría de los bancos centrales han dejado de adoptar objetivos cuantitativos en cuanto a la evolución de su propio crédito o de agregados monetarios tales como los billetes y monedas en circulación, medio circulante u otros. Esto, debido a que los cambios tecnológicos o de regulación financiera, ocurridos en las últimas décadas, han dado lugar a que se haya perdido en buena medida la relación más o menos estable, que años atrás existía, entre alguno de esos agregados y el PIB nominal.

No obstante, la presente crisis de confianza en la moneda nacional determina la conveniencia de que el banco central adopte una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo puede hacer imponiéndose un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año.

Esta fórmula puede coadyuvar eficazmente a que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios contenidas en el programa económico adoptado por el Gobierno Federal, las cuales concuerdan con las estipulaciones del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica

En el reporte también se anunció que dentro del límite establecido para el crecimiento del crédito interno, se manejaría su evolución considerando los siguientes factores¹¹:

Las divergencias entre la inflación observada y la inflación prevista en el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica, respondiendo con medidas contraccionistas en caso de que se perciba una aceleración de la inflación.

El comportamiento del tipo de cambio y de los diferenciales entre las tasas de interés a diferentes plazos. La política monetaria será restrictiva en caso de observarse una tendencia hacia la depreciación del tipo de cambio. Lo mismo sucederá si el diferencial entre las tasas nominales de largo y corto plazo se amplía, o si el diferencial entre las tasas reales de los Ajustabonos a cierto plazo y de los Cetes al mismo plazo se ensancha. Esto último, en razón de que se considera que el comportamiento de dichos diferenciales refleja las expectativas inflacionarias del público.

La evolución de otros factores, tales como los precios al productor y las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.

De esta manera en el Programa Monetario para 1995 se incorporaba una regla explícita referente al crecimiento del crédito interno y el uso discrecional de los instrumentos de política para inducir las condiciones monetarias adecuadas para alcanzar los objetivos planteados.

- El primer elemento cumplía la función de establecer un compromiso estricto para limitar la fuente primordial de inflación (la creación excesiva de crédito interno). De esta manera se afectaba el comportamiento de las expectativas de inflación.

¹¹ Véase programa Monetario del Banco de México para 1995.

- El segundo elemento se sustentaba en el manejo discrecional del crédito interno, dentro de los límites establecidos por el primero para inducir un comportamiento de los precios congruente con el objetivo de inflación.

Asimismo, con el fin de contar con un esquema operativo tanto del tipo de cambio como las tasas de interés, se fueran determinando libremente por el mercado, el Banco de México se basó en: establecer el régimen denominado¹² “encaje promedio cero” y la utilización del objetivo de saldos acumulados en las cuentas corrientes que mantiene la banca en el Instituto Central como instrumento de política monetaria. En 1997 se introdujo en el Programa Monetario un pronóstico de la evolución diaria de la demanda de base monetaria, con el fin de proporcionar a los agentes económicos una referencia que facilitara el seguimiento de la política monetaria.

Con el transcurso de los años el Banco de México se fue fortaleciendo, por lo cual resalta el estudio cuidadoso de diversos indicadores que proporcionan información sobre el fenómeno inflacionario. Esta práctica corresponde a lo indicado en el segundo elemento de la política del Instituto Central introducido desde el programa monetario de 1995. En los últimos años las funciones de la política monetaria se fueron fundamentando en un análisis exhaustivo y continuo de aquellas variables que inciden sobre el comportamiento de la inflación y que sirven para hacer pronósticos del crecimiento de los precios. Cuando este análisis ha indicado que las presiones inflacionarias que se han acumulado resultan incongruentes con los objetivos, se ha restringido la política monetaria a través de ampliaciones del “corto”. Ello, con el fin de inducir las condiciones monetarias requeridas para restablecer la congruencia entre los pronósticos y las metas de inflación, es por ello que los canales a través de los cuales las acciones de política monetaria afectan la evolución de los precios se mencionan, cuando se amplía el “corto” el Banco de México respalda un aumento de las tasas de interés nominales de corto plazo y una mejoría de las expectativas de inflación¹³. A consecuencia de estos efectos las tasas de interés reales aumentan. El incremento de las tasas de interés reales y la mejoría de las expectativas de inflación que induce una ampliación del “corto”, influyen sobre la evolución de los precios, si bien con rezagos considerables, a través de varios canales.

- ❖ En primer lugar, el incremento de las tasas de interés reales, por medio de su efecto sobre las decisiones de ahorro e inversión de las personas y empresas, debilita el ritmo de expansión de la demanda agregada. A su vez, esta última influencia debilita las presiones sobre los salarios y sobre los precios de los bienes no comerciables.

¹² Mediante este último mecanismo el Banco de México envía señales a los mercados financieros, sin predeterminar los niveles de la tasa de interés o del tipo de cambio.

¹³ La efectividad del “corto” para modificar el comportamiento de las tasas de interés ha sido comprobada por varios estudios.

- ❖ *En segundo lugar, el aumento de las tasas de interés, además de reducir la demanda de crédito, puede también limitar la oferta del mismo. Este último, si los bancos consideran que las mayores tasas de interés pueden implicar el apoyo a proyectos de inversión de alto riesgo, de esta manera el aumento de las tasas de interés, asociado a la incertidumbre de la banca respecto a la calidad de los proyectos de inversión puede propiciar una menor disponibilidad de crédito en la economía. Esto a su vez afectaría a la inversión y, por consiguiente a la demanda agregada y a los precios.

- ❖ En tercer lugar, los incrementos de las tasas de interés hacen más atractiva la inversión en bonos y disminuyen la demanda de acciones, por lo que el valor de mercado de estas últimas disminuye. Ante la reducción del valor de las empresas¹⁴, éstas enfrentan un deterioro de las condiciones en las cuales obtienen financiamiento, encareciéndose la realización de nuevos proyectos de inversión. Esto afecta a la demanda agregada y eventualmente a los precios.

- ❖ En cuarto lugar, las tasas de interés más elevadas inducen una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, lo cual afecta directamente el comportamiento de los precios de los bienes comerciables y las expectativas de inflación. Asimismo, los movimientos del tipo de cambio real afectan el crecimiento de la demanda agregada al incidir sobre el precio relativo de los bienes comerciables y los no comerciables. Sin embargo, ni la teoría ni la evidencia es concluyente respecto de sus consecuencias expansionistas o contraccionistas.

Uno de los probables efectos de una política monetaria más restrictiva es generar una tendencia hacia una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, dicha política no es utilizada por el Banco de México con este propósito, de hecho busca afectar la tendencia de la inflación de mediano plazo a través de los demás canales de transmisión, aunque las acciones monetarias restrictivas tienen el efecto indicado, el tipo de cambio en un régimen de libre flotación se ve influido por una multiplicidad de variables, por lo que las medidas restrictivas de política monetaria no son efectivas para efectuarlo.

¹⁴ Con respecto a los consumidores, el aumento en las tasas de interés y la consecuente reducción de los precios de las acciones disminuyen el valor de sus activos y, por consiguiente, perciben que su riqueza es menor. Estos fenómenos producen una contracción del consumo y de la demanda agregada.

Posteriormente, la corrección de las expectativas de inflación que se da en respuesta a un aumento del “corto” se verá reflejada en la revisión de los salarios, en la formación de los precios en la economía y en la cotización del tipo de cambio¹⁵.

Sí fuera necesario alcanzar las metas propuestas, se estaría hablando de una política monetaria restrictiva. Esto es cuando la fijación de los precios y de los salarios en la economía se guía por expectativas de inflación que se encuentran por arriba de las metas, el Instituto Central debe restringir su postura de política monetaria, con el fin de influir a través de los canales ya descritos, una corrección de las expectativas de inflación de los agentes económicos y eventualmente que se refleje en la fijación de los precios y de los salarios en la economía. Mientras no exista congruencia entre estas variables y las metas de corto y largo plazo, la política monetaria deberá mantener su sesgo restrictivo. Es por ello que en una situación como la que actualmente se vive en México, en la cual las expectativas de inflación son superiores a las metas, un elemento esencial para alcanzar el objetivo de inflación es la aplicación de una política monetaria restrictiva. De este planteamiento también se desprende que en la medida en que la determinación de los precios y de los salarios sea compatible con los objetivos de inflación, éstos podrán alcanzarse con la aplicación de una política monetaria menos restrictiva, como resultado el costo del proceso de reducción de la inflación disminuye.

Aun cuando la postura monetaria sea la adecuada, en el corto plazo la evolución de los precios puede verse influida por perturbaciones de los precios clave de la economía, como son el tipo de cambio, los salarios y los precios administrados y concertados por el sector público. Por ello, es posible que al realizarse dichas perturbaciones, la política monetaria no pueda contrarrestarlas con la velocidad necesaria para cumplir con la meta anual de inflación. Estas acciones estarían dirigidas a limitar el deterioro de las expectativas inflacionarias y a permitir el restablecimiento de la trayectoria descendente de la inflación. En periodos en los cuales la economía requiere de una depreciación del tipo de cambio real, o de un aumento de los precios públicos, se experimentan presiones inflacionarias no anticipadas. Si en tal coyuntura, la autoridad monetaria quisiera cumplir a toda costa con sus objetivos de inflación de corto plazo, tendría que inducir un movimiento en sentido contrario en el resto de los precios de la economía, de tal modo que compensara los impactos inflacionarios de los aumentos mencionados. Debido a la baja que exhiben casi todos los precios, este ajuste sería prácticamente imposible de realizar en el corto plazo sin que sus costos resultaran excesivamente caros. El Banco de México se verá obligado en restringir la política monetaria en el grado necesario para evitar la generación de efectos duraderos sobre las expectativas inflacionarias y sobre la inflación misma. De esta manera, las perturbaciones aludidas tendrían tan sólo un impacto temporal sobre la inflación, una vez absorbidas el crecimiento de los precios regresaría a la trayectoria establecida originalmente.

¹⁵ La descripción anterior deja en claro la complejidad de los canales de transmisión de la política monetaria y la incertidumbre sobre la importancia relativa de cada uno de ellos.

Los incrementos salariales nominales cuando son incompatibles con las ganancias en productividad y con los objetivos de inflación, también elevan considerablemente el costo social del proceso desinflacionario. Como lo muestra el cuadro 1.1, basándose en los salarios mínimos por zona geográfica¹⁶ demuestran gran diferencia con respecto al incremento de inflación que se muestra en la grafica 1.3

Cuadro 1.1 Salarios nominales por zona geográfica.

Vigencia	ZONA A	ZONA B	ZONA C
03/12/98	34.45	31.90	29.70
01/01/98	30.20	28.00	26.05
03/12/96	26.45	24.50	22.50
01/04/96	22.60	20.95	19.05
04/12/95	20.15	18.70	17.00
01/04/95	18.30	17.00	15.44
01/01/95	16.34	15.18	13.79
01/01/94	15.27	14.19	12.89
01/01/93	14.27	13.26	12.05
11/11/91	13330.00	12320.00	11115.00
16/11/90	11900.00	11000.00	9920.00

Fuente: Elaboración propia con datos del SAT

Esto se debe a que, como consecuencia de dichos aumentos, se elevarían los costos de producción de las empresas. Al enfrentar esta situación, una vez agotadas las posibilidades de absorber los mayores costos aceptando una reducción de sus utilidades, las empresas tratarían de trasladarlos al consumidor a través de alzas en sus precios. Si la autoridad monetaria acomodara estos aumentos, la inflación se incrementaría y ello reduciría o anularía las pretendidas ganancias en el salario real. Por el contrario, si la autoridad monetaria reaccionara restrictivamente, el resultado sería una contracción de las utilidades de las empresas, de la inversión y del empleo. En suma, la economía se vería sumergida en una situación de bajo o nulo crecimiento. La meta de desinflación se habría logrado, pero el costo del ajuste resultaría elevado¹⁷.

¹⁶http://www.sat.gob.mx/sitio_internet/asistencia_contribuyente/informacion_frecuente/salarios_minimos/default.asp

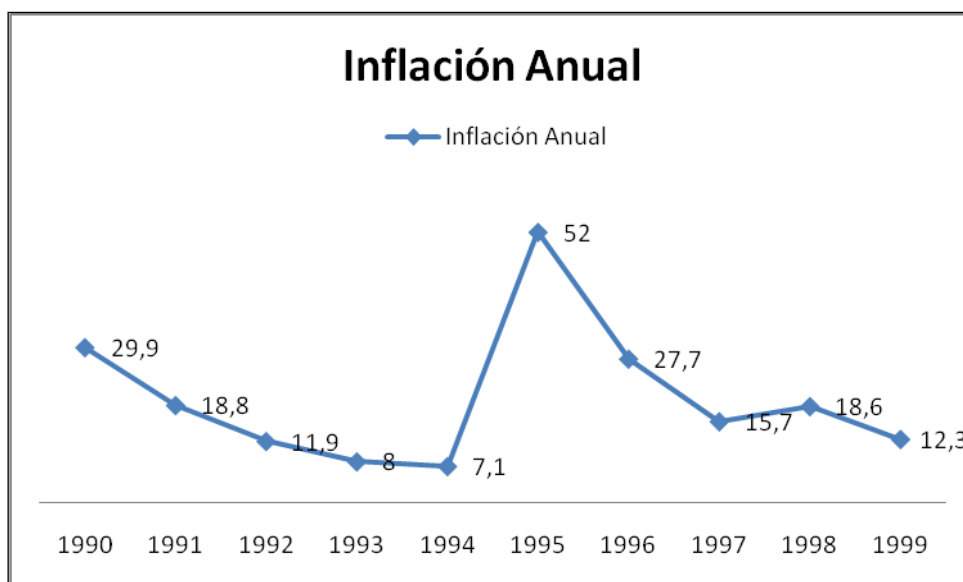
¹⁷ Este argumento demuestra claramente la necesidad de que las negociaciones salariales contractuales se sustenten en expectativas de inflación congruentes con los objetivos anunciados. De esa manera se reducirá el costo del proceso desinflacionario y éste podrá avanzar de acuerdo con lo programado.

Un factor que ayudo a alcanzar los objetivos de inflación en los últimos años es el cumplimiento de las metas en el ámbito de las finanzas públicas. Sin embargo, la fortaleza fiscal se apoyó parcialmente en ingresos petroleros elevados, esto muestra la vulnerabilidad que presentan el marco macroeconómico y el descenso futuro de la inflación frente a una reducción repentina del precio del petróleo. La excesiva dependencia de los ingresos públicos con respecto al petróleo constituye una de las deficiencias más graves de que adolece la estructura fiscal del país. Por ello, resulta importante fortalecer las finanzas públicas mediante una reforma fiscal que reduzca dicha dependencia.

Basándose en experiencias, nacional como internacional, donde se registraron altas tasas de inflación que han deteriorado el crecimiento económico, la distribución del ingreso y los salarios reales en los países que la han padecido, la gran mayoría de los bancos centrales del mundo tienen como objetivo primordial en su política monetaria el abatimiento de la inflación, sin embargo la experiencia de economías que han logrado el abatimiento permanente de la inflación, bajo un régimen de flotación cambiaria, han demostrando que los costos de este proceso se reducen si se lleva a cabo de manera gradual.

Es por ello que el objetivo primordial de la política monetaria establecido en el Programa Monetario para 1999, fue el de contribuir a la reducción de la tasa de inflación anual a 13 por ciento. Como lo muestra la grafica 1.3

Grafica 1.3 INFLACION ANUAL



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Dicho objetivo fue determinado bajo la consideración de los siguientes elementos: la herencia inflacionaria de 1998, los ajustes de los salarios mínimos y de los precios y tarifas públicos, el entorno externo, las medidas fiscales adoptadas para lograr en 1999 un déficit económico de 1.25 por ciento del PIB y a la volatilidad de los mercados financieros internacionales, ya que ha finales de 1998 se había tenido una revisión al alza de las expectativas de inflación para 1999 en respuesta a tres hechos:

1. Los ajustes acordados para los precios públicos.
2. La depreciación del tipo de cambio.
3. La desviación de la inflación en 1998 respecto a su objetivo para ese año.

Así, en noviembre de 1998 las expectativas de inflación para 1999 se encontraban cercanas al 16.5 por ciento, fenómeno que llevó a un aumento del “corto” de 100 a 130 millones de pesos en ese mes. La finalidad de esa acción fue contrarrestar dicha revisión alcista de las expectativas para estar en posibilidad de alcanzar en 1999 la meta de inflación de 13 por ciento y restablecer la trayectoria descendente de la tasa de crecimiento del nivel general de precios. Ya que en enero de 1999 los mercados financieros nacionales se vieron influidos por la devaluación de la moneda brasileña y por el temor de que la inestabilidad financiera en ese país contagiara a otras economías emergentes, razón por la cual el peso mexicano sufrió una depreciación transitoria, en respuesta a esta situación, el mismo día en que las autoridades brasileñas iniciaron su transición a la flotación del real, el Banco de México decidió restringir la política monetaria aumentando el “corto” de 130 a 160 millones de pesos. Esta reacción limitó el impacto de los fenómenos descritos sobre el tipo de cambio y contribuyó a su subsecuente apreciación, restableciéndose la estabilidad en los mercados financieros nacionales.

A principios de año se hizo evidente la necesidad de reforzar la efectividad del “corto”, con la finalidad de fortalecer la capacidad e influir sobre el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo. Ya que, en febrero el instituto acordó la constitución de un depósito¹⁸ en el Banco Central a un plazo indefinido por parte de las instituciones de crédito, dicho depósito se empezó a llevar a cabo a partir del 15 de ese mes por 5 mil millones de pesos por día hábil hasta alcanzar un monto acumulado de 25 mil millones de pesos. Los fondos depositados devengarían una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días. La distribución de los depósitos referidos entre las instituciones de crédito se determinó en función del saldo de sus pasivos totales al cierre de 1998. La liquidez que se retiró en virtud de esta medida se repuso en su totalidad a través de operaciones de mercado abierto, otorgándose por esta vía créditos a los bancos a plazos cortos.

¹⁸ La ampliación de los depósitos obligatorios aumento la efectividad del objetivo de saldos acumulados como instrumento de política monetaria.

Esta acción junto con la colocación de valores gubernamentales de largo plazo a través de operaciones de mercado abierto, permitió al Banco Central operar en un entorno en el cual todos los días los participantes en el mercado de dinero inician la sesión con un faltante de liquidez, este faltante tiene que ser repuesto a través de operaciones de mercado abierto y por lo general, es distribuido mediante subastas de crédito a corto plazo, al respecto cabe destacar que una situación como la descrita, en donde diariamente el Instituto Emisor participa como oferente de liquidez en el mercado de dinero, permite un mejor control sobre las condiciones en las que se otorga el crédito interbancario y, por tanto aumenta la capacidad de las autoridades monetarias para influir sobre las tasas de interés de corto plazo. Después del ajuste acordado el 13 de enero, el “corto” se mantuvo en un nivel de 160 millones de pesos durante el resto del año¹⁹.

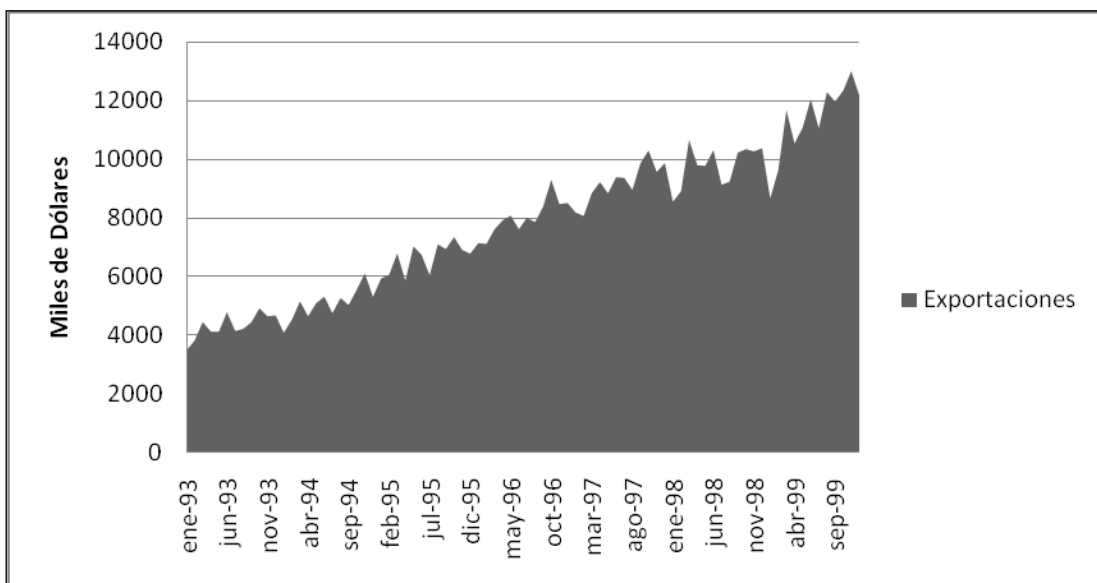
Si bien, a partir de febrero de 1999 se presentaron fenómenos que influyeron favorablemente sobre la evolución de los precios y la inflación siguió una trayectoria congruente con el objetivo de 13 por ciento, la convergencia de las expectativas del sector privado, se debieron a los rezagos con los que las acciones de política monetaria inciden sobre el proceso inflacionario, la postura de dicha política durante los últimos trimestres del año se determinó también en función del efecto de ésta sobre la inflación del año 2000. A este respecto, la diferencia entre las expectativas de inflación del sector privado y la meta acordada para el año 2000 fue uno de los elementos indicativos de la necesidad de mantener una postura restrictiva. Ello, a fin de estar en condiciones de poder cumplir en el año 2000 con el objetivo de reducir la inflación a niveles inferiores a 10 por ciento²⁰. La aplicación a lo largo del año de una política monetaria restrictiva fue un factor fundamental para inducir el descenso de las expectativas de inflación, así estas últimas tuvieron un efecto directo sobre las tasas de interés nominales, además una ejecución coordinada de las políticas fiscal y monetaria influyó para que tuviera lugar una mejoría de los indicadores de riesgo país, los cuales por lo general afectan la determinación de las tasas de interés.

¹⁹ Como se mencionó anteriormente, esta postura de política monetaria fue necesaria para lograr la desinflación propuesta ante las siguientes influencias: las presiones inflacionarias heredadas a fines de 1998, el deterioro de la credibilidad en el objetivo y las presiones inflacionarias asociadas a las revisiones salariales contractuales.

²⁰ Como sabemos las acciones de política monetaria interactúan con las decisiones de los participantes en los mercados financieros para determinar las condiciones monetarias prevalecientes, de esta manera, la postura de la política monetaria no fue impedimento para que durante 1999 las tasas de interés nominales registraran disminuciones importantes y para que actualmente se encuentren en niveles inferiores a los observados en marzo de 1998, antes de que el Banco de México adoptara una postura de política monetaria restrictiva.

Por otra parte, la evolución de los factores externos negativos prevalecientes durante la segunda mitad de 1998 dio lugar durante los primeros meses de 1999 a una apreciación cambiaria y a la subsecuente estabilidad del tipo de cambio. Asimismo, la recuperación del precio del petróleo y el dinamismo de la economía americana se reflejaron en un aumento considerable de las exportaciones de México, como lo muestra la grafica 1.4

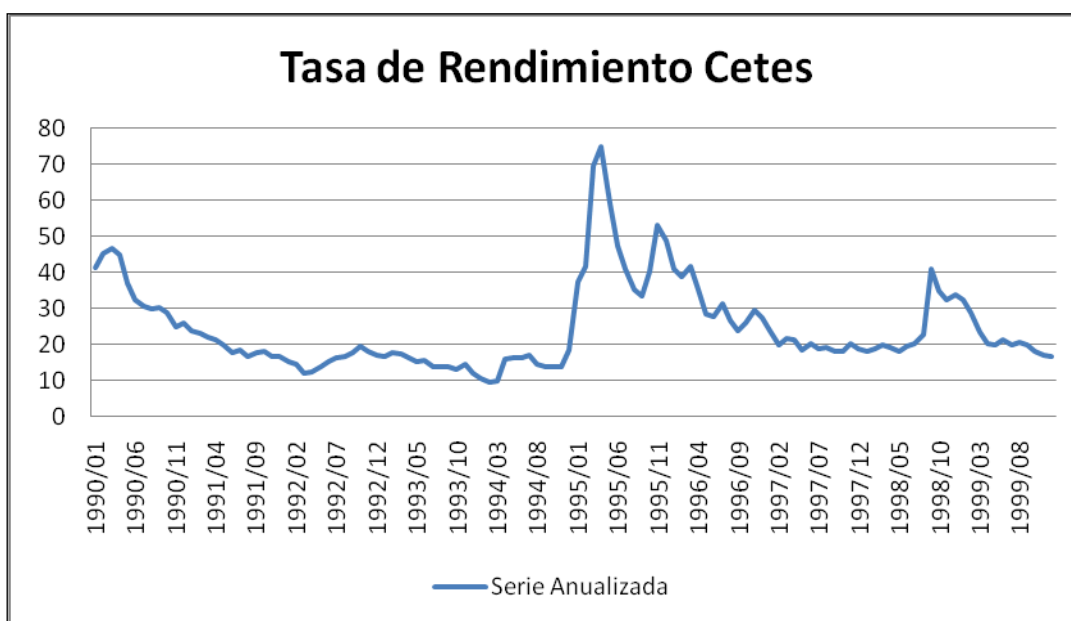
Grafica 1.4 COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

De esta manera, la apreciación del tipo de cambio ha venido acompañada de una reducción en el déficit de la balanza comercial, por lo que se demuestra que existe la solidez en las cuentas externas del país. La libre determinación de las tasas de interés en moneda nacional ha permitido que estas disminuyan correlativamente con la reducción de las expectativas de inflación, de la inflación observada y del riesgo país. Al respecto, cabe señalar: la caída de las tasas de interés no ha sido consecuencia de un relajamiento en la política monetaria ello se hubiera reflejado inmediatamente en una depreciación del tipo de cambio, lo cual no sucedió. Por su parte, el ajuste a la baja de los indicadores de riesgo país refleja una percepción de los inversionistas respecto de la vulnerabilidad de la economía. Como lo demuestra la grafica 1.5

Grafica 1.5 RENDIMIENTO ANUAL CETES



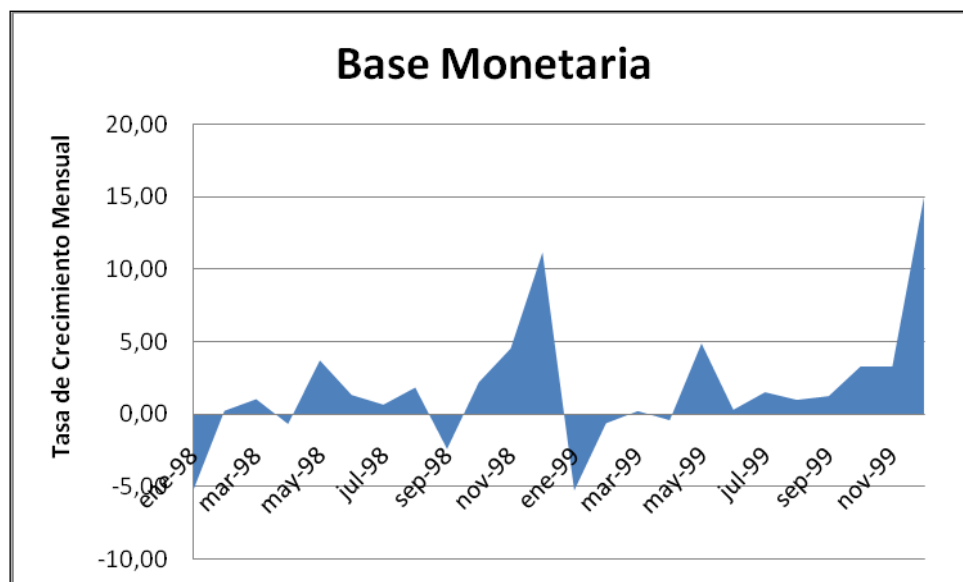
Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Los favorables acontecimientos externos de 1999 tuvieron un impacto positivo sobre el mercado cambiario, la apreciación y estabilidad del tipo de cambio conjuntamente con la instrumentación de una política monetaria restrictiva se reflejaron, en primer lugar, en los precios de los bienes comerciables. Consecutivamente, tuvo lugar una revisión a la baja de las expectativas de inflación y durante los últimos dos trimestres del año la variación del índice de precios de los bienes no comerciables mostró una tendencia decreciente. Posteriormente, en los últimos meses de 1999 fue posible distinguir un ligero descenso en los incrementos salariales contractuales, esta secuencia de eventos demuestra que con un régimen de flexibilidad cambiaria, la aplicación persistente de una política monetaria restrictiva afecta con diferentes rezagos la determinación de los precios. Así, después de un período prolongado de desinflación se logra un proceso homogéneo de comportamiento de los precios que no genera distorsiones en los precios relativos de la economía.

1.2.2 Comportamiento en la Base monetaria 1999

Otro fenómeno que ha llamado la atención es el crecimiento de la base monetaria. A partir de junio de 1999 la trayectoria de la base monetaria fue más elevada que la proyectada al inicio de ese año. Con el paso del tiempo la diferencia entre lo observado y lo programado se fue ampliando de manera progresiva hasta alcanzar un monto de 33,829 millones de pesos al 31 de diciembre, lo cual representa una desviación de 21.8 por ciento²¹. Como lo muestra la grafica 1.6

Grafica 1.6 BASE MONETARIA ANUAL



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

El crecimiento no anticipado de la base monetaria corresponde a un fenómeno de demanda, por lo cual conviene analizar la evolución de la base monetaria tanto por el lado de sus usos (demanda) como de sus fuentes (oferta). Por el lado de sus usos, dicho agregado está conformado por los billetes y monedas en circulación y por los recursos que el sistema bancario mantiene en depósito en el Banco Central²². En el supuesto caso de que el Instituto Central hubiera expandido arbitrariamente la base monetaria y esa expansión no hubiera estado correspondida por una mayor demanda de billetes y monedas, el saldo consolidado de los depósitos bancarios en el propio Instituto Central hubiera sido continuamente positivo. Ello habría reflejado un exceso de oferta de dinero en la economía, sin embargo esto no sucedió. El Instituto Central

²¹ Informe de política Monetaria Banxico 1999.

²² Dado el régimen de encaje promedio cero vigente en la actualidad, los bancos no tienen obligación ni incentivos para mantener saldos positivos en sus cuentas corrientes con el Banco de México.

puede generar un exceso de oferta de billetes y monedas solamente estableciendo un objetivo positivo de saldos acumulados, esto es mediante la aplicación de un “largo”.

Al respecto, es importante recordar que en el transcurso de 1999 el Banco de México operó con un objetivo negativo para el saldo acumulado de las cuentas que lleva al sistema bancario. Es decir, en ningún momento el Instituto Central inyectó al mercado mayor liquidez que la estrictamente necesaria para satisfacer la demanda de billetes y monedas, más aún al haber mantenido durante el año un “corto” de 160 millones de pesos, el Banco de México obligó al sistema bancario a generar un sobregiro en las cuentas que las instituciones de crédito mantienen en el Instituto Central. Esta fracción de la demanda de base monetaria fue satisfecha a tasas de interés muy superiores a las de mercado. De haberse generado deliberadamente un sobrante de oferta de base monetaria en 1999, éste se hubiese reflejado en el comportamiento de los mercados financieros, en particular, los agentes económicos hubiesen deseado deshacerse del exceso de billetes y monedas adquiriendo activos denominados en moneda extranjera, causando así una depreciación del tipo de cambio.

En la medida en que la desviación de la base monetaria con respecto a su pronóstico no fue el resultado de una política monetaria expansionista por parte del Banco Central, el análisis debe enfocarse a aclarar dos cuestiones: a evaluar cuáles pueden haber sido los factores explicativos del aumento de la demanda de base monetaria, y a determinar si algunos de éstos indican o sugieren la posibilidad de que la autoridad monetaria haya acomodado una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado. Únicamente en este último caso la autoridad monetaria debería haber restringido aún más la política monetaria. Ello, de acuerdo con lo establecido en el programa monetario para 1999²³.

A continuación se identifican los factores que generaron un aumento no anticipado de la demanda de base monetaria durante el segundo semestre de 1999:

- (a) El crecimiento económico, el empleo y los salarios reales resultaron superiores a los previstos. Destaca en particular la diferencia entre el crecimiento real de la economía que se estima fue de aproximadamente 3.7 por ciento en 1999 y el supuesto original de 3 por ciento.

- (b) Un entorno más favorable que el anticipado ocasionó que las tasas de interés fuesen menores que las supuestas. Esto redujo el costo de oportunidad de mantener saldos reales y por ende aumentó su demanda.

- (c) La promoción por parte del Banco de México de un mayor uso del billete de 500 pesos. Esto dio lugar a un ajuste en el manejo de la caja de los bancos y de los establecimientos comerciales y a una mayor demanda de base monetaria por el público.

²³ Como en años anteriores, la base monetaria servirá principalmente como referencia para el caso en que se presenten desviaciones importantes entre lo observado y lo programado, esto basándose en circunstancias que impliquen presiones inflacionarias adicionales, en este caso se espera que se restrinja la política monetaria.

- (d) Una mayor preferencia del público por la utilización de billetes y monedas como medio de pago respecto a las cuentas de cheques. Esto se debe, en parte, al menor rendimiento que en los últimos meses ha ofrecido ese tipo de cuentas.
- (e) Como se sabe se tendrá un año electoral, los gastos relacionados con las campañas políticas conllevan la transformación de depósitos bancarios en billetes y monedas, ya que los partidos políticos necesitan efectivo para realizar una diversidad de pagos. En 1999 se adelantaron las campañas y precampañas presidenciales de varios partidos.
- (f) Durante las últimas semanas del año se generó un aumento de la demanda de billetes y monedas ocasionado por la incertidumbre sobre el grado de preparación de los bancos para hacer frente al problema computacional del fin del milenio. En el programa monetario para 1999 se advirtió sobre dicha contingencia y se aclaró que ésta no había sido incluida en el cálculo de la trayectoria de la base monetaria debido a que no se contaba con elementos sólidos y suficientes para su estimación. La extraordinaria disminución del saldo de billetes y monedas en circulación que ha tenido lugar durante las primeras dos semanas del año 2000 avala la relevancia de esta hipótesis.
- (g) La subestimación por parte del Banco de México del proceso de remonetización que está teniendo lugar en la economía mexicana.

Respecto a este último punto, cabe destacar que durante 1999 la remonetización respondió a dos fenómenos:

- Se continuó con el proceso de remonetización iniciado en 1997, una vez que la inflación retomó una clara tendencia descendente.
- Durante los dos últimos trimestres de 1998 tuvo lugar una caída importante de los saldos reales de billetes y monedas en circulación. Esto se explica por los efectos de la crisis financiera internacional sobre las principales variables financieras: las tasas de interés y el tipo de cambio. En consecuencia, una vez que se restableció el orden en dichos mercados la demanda de dinero comenzó a regresar a niveles más normales.

1.3 POLÍTICA MONETARIA A PARTIR DEL 2000

Para el año 2000 se rompe con el ciclo de crisis sexenales que había afectado al país por más de dos décadas, esto trajo como consecuencia, entre otros factores la aplicación de políticas macroeconómicas para disminuir la vulnerabilidad de la economía nacional ante cambios bruscos en la disponibilidad de financiamiento externo y del proceso electoral que se llevo a cabo en el país. No obstante el desempeño de la economía en el primer semestre del 2000 resultó mejor a lo esperado, la inflación anual se redujo de 12.32 por ciento en diciembre de 1999 a 8.96 por ciento en diciembre de 2000. De esta manera se cumplió con la meta de alcanzar una inflación que no excediera de 10 por ciento²⁴. Asimismo, el incremento real del PIB fue superior a 7 por ciento, con este resultado el crecimiento promedio de la economía mexicana en los últimos cinco años fue mayor a 5.3 por ciento. Además, en este período la inflación se redujo 43 puntos porcentuales, confirmándose que una disminución en la inflación es una condición necesaria para el crecimiento y el desarrollo económico. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de los precios en México es todavía elevado, por lo que sigue siendo un obstáculo para un proceso de desarrollo económico y sostenido²⁵.

Esta reducción se llevo a cabo sin el beneficio de un contexto internacional como se ha visto en los dos últimos años, en particular la desaceleración esperada de la economía de los Estados Unidos y la caída de los precios del petróleo, que son perturbaciones externas las cuales podrían ocasionar mayores presiones inflacionarias. Asimismo, la rigidez de las expectativas de inflación, relativamente estancada en niveles incompatibles con el objetivo y la vigorosa expansión de la demanda interna podría hacer más costoso el abatimiento de la inflación. Ante esto, el Banco de México fue aumentando la restricción monetaria en los últimos meses del año 2000, en estas circunstancias resultaba indispensable un ajuste fiscal, si bien el Presupuesto de Egresos de la Federación y la Ley de Ingresos para 2001, son vías para una correcta dirección de las finanzas públicas aún presentan síntomas de vulnerabilidad, los cuales tendrán que ser atendidos vía la instrumentación de una reforma fiscal integral.

Sin embargo durante el cuarto trimestre del 2000, se reforzó la postura restrictiva de política monetaria en dos ocasiones. La primera al incrementar el “corto” de 280 a 310 millones de pesos el 17 de octubre y la segunda al aumentarlo a 350 millones de pesos el 10 de noviembre. El “corto” se mantuvo en ese nivel durante el resto del trimestre. Estas acciones estuvieron motivadas por el objetivo de crear las condiciones adecuadas para alcanzar una inflación que no exceda de 6.5 por ciento en 2001.

²⁴ Véase el informe de política monetaria del Banco de México para el año 2000.

<http://www.banxico.org.mx/documents/{589C8434-0EDA-FCFE-52E0-4AC968583A46}.pdf>

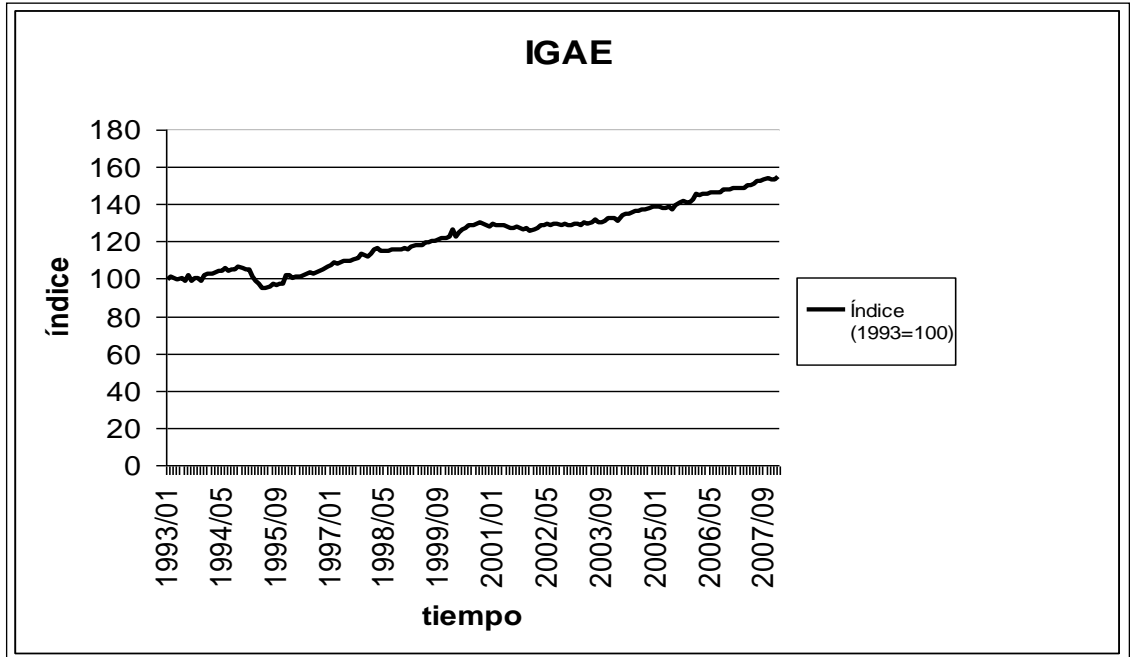
²⁵ Ante esto, la Junta de Gobierno del Banco de México estableció como meta de mediano plazo la aproximación a una inflación de 3 por ciento para el año 2003. Asimismo, con el fin de establecer una meta de corto plazo, en octubre del 2000, la autoridad monetaria anunció que el objetivo de la política monetaria en 2001 sería alcanzar una inflación que no exceda de 6.5 por ciento.

Ambas ampliaciones del “corto” fueron acordadas en respuesta a fenómenos tanto de índole interna como externa. Por el lado interno, la evolución de diversos indicadores económicos señalaba que la demanda agregada, aunque presentaba signos de desaceleración, mantenía un ritmo de crecimiento incompatible con el abatimiento sostenido de las presiones inflacionarias. Entre los indicadores disponibles se tomaron en cuenta por su especial relevancia los siguientes:

- En el primer semestre del año, el crecimiento anual de la demanda agregada excedió en casi cuatro puntos porcentuales al aumento del PIB real.
- Las expectativas de inflación del público para 2001 se mantenían en un nivel todavía muy superior a la meta propuesta por Banxico. Esta discrepancia se plasmó en toda clase de contratos económicos, incluyendo los salariales.
- Las ventas reportadas por la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio. (ANTAD) aumentaron en septiembre 13.3 por ciento en términos reales, mientras que en agosto esta cifra había sido de sólo 5.5 por ciento. Para todo el tercer trimestre, el crecimiento anual de este indicador resultó superior a 10 por ciento.
- El IGAE presentó en agosto una variación anual de 8.1 por ciento, incremento considerablemente superior al de 6.5 por ciento registrado en julio. Como lo muestra la grafica 1.1

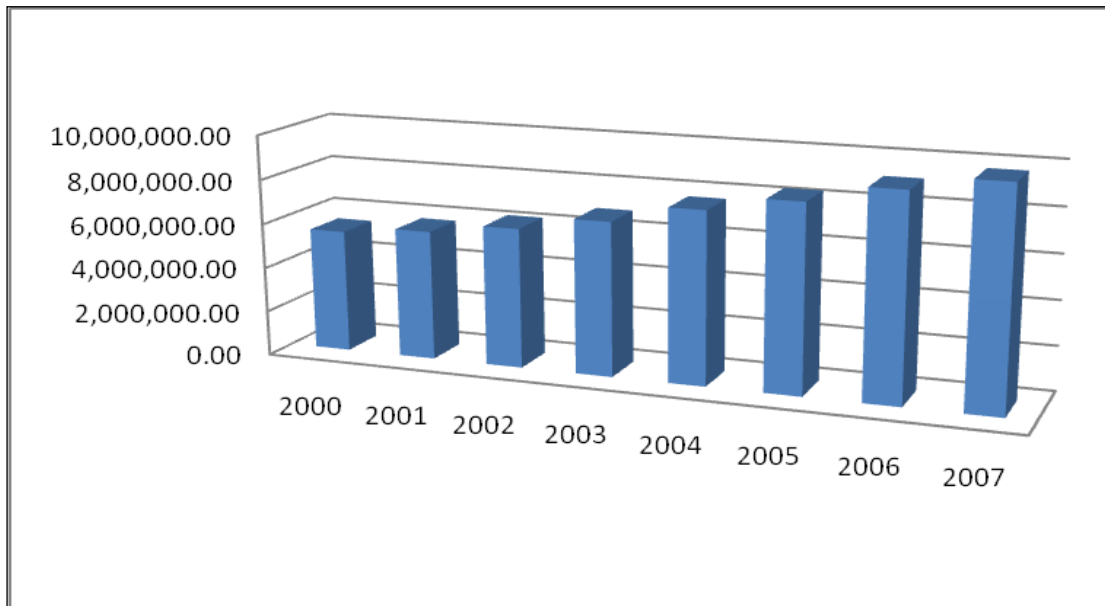
Esto permitía suponer que el crecimiento real del PIB durante el tercer trimestre sería de aproximadamente 7 por ciento, mayor que el anticipado por el sector privado y estimulado, en gran medida, por el gasto privado en consumo. Como se observa en la grafica 1.2

Grafica 1.1 IGAE



Grafica: Elaboración propia con datos del INEGI

Gráfica 1.2 PIB anual (2000-2007)



Fuente: elaboracion propia con datos del INEGI

- Las importaciones totales de mercancías se incrementaron en el periodo enero–septiembre a una tasa anual de 24.1 por ciento. En el mismo lapso, las compras al exterior de bienes de consumo aumentaron 38.7 por ciento. Estos resultados dieron lugar en los primeros 9 meses del año a una ampliación del déficit comercial acumulado, total y no petrolero, con incrementos de 42.3 y 75 por ciento, respectivamente.
- La inflación en octubre superó a la pronosticada por el mercado. Además, en dicho mes la inflación anual resultó mayor que la de septiembre. Aunque algunos de los factores causales de dicha situación, como la tendencia alcista sostenida de los precios de los servicios de educación, sugería la presencia de fuertes presiones de demanda.

1.3.1 FENÓMENOS EXTERNOS QUE MODIFICAN LA POSTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN NUESTRO PAÍS.

Por su parte, los fenómenos de índole externa que dieron lugar a la modificación de la postura de la política monetaria fueron los siguientes:

- Señales más claras que apuntaban hacia una desaceleración de la economía de los Estados Unidos en el año 2001.
- El incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas en los mercados internacionales de capital.
- Los episodios de turbulencia financiera en algunos países de América Latina que se presentaron durante este período.

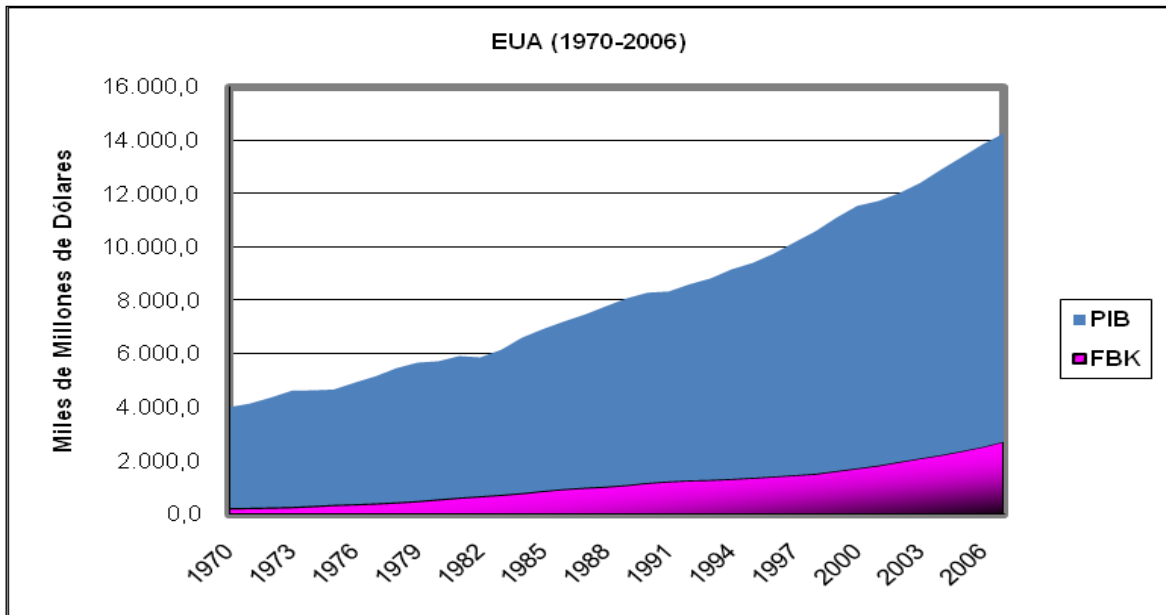
Después de que en dos ocasiones se modificó el “corto”, la evidencia de una desaceleración en los Estados Unidos se volvió cada vez más clara, llevando incluso a un cambio de dirección sobre la postura de política monetaria de la Reserva Federal en el 2001. Lo anterior se vio confirmado por la decisión acordada por dicho banco central el 3 de enero a disminuir en 50 puntos base la tasa de fondos federales. A pesar de ello, la aversión al riesgo no se ha reducido de forma continua a partir de los niveles máximos alcanzados en septiembre²⁶. La turbulencia en otros países de América Latina ha sido parcialmente contenida por la aprobación de los programas de apoyo respectivos otorgados por los organismos financieros internacionales. Los elementos señalados confirman la apreciación de que en 2001 el entorno internacional será menos favorable para el abatimiento de la inflación.

²⁶ Lo anterior sugiere que los factores de riesgo en que se fundaron los dos incrementos al “corto” fueron adecuados.

Ya que estos ajustes fueron favorables a fin de que la tasa de crecimiento de los precios recuperara la tendencia descendente, de forma complementaria la ampliación del déficit comercial total y no petrolero confirma la importancia de una aplicación coordinada de las políticas fiscal y monetaria para limitar la posibilidad de una mayor vulnerabilidad de las cuentas externas. La necesidad de un ajuste fiscal se ha vuelto más patente a la luz de la conveniencia de sincronizar la desaceleración de la economía de México con la de la economía de los Estados Unidos. Al respecto, el programa de finanzas públicas establece una disminución del déficit público de aproximadamente 1 por ciento del PIB en 2000 a 0.65 por ciento en 2001. Esta reducción implica una moderación de la contribución del gasto público al crecimiento de la demanda agregada. Sin embargo, sería deseable, sobre todo en un entorno de tasas de interés elevadas, que este ajuste se viera reforzado por la aprobación de una reforma fiscal en el transcurso del año.

Una de las consecuencias sobre el entorno internacional que influyó sobre la economía mexicana durante el 2000 resultó favorable, destacan las siguientes: un crecimiento de la economía de los Estados Unidos mayor que el esperado, como lo muestra la grafica 1.3, un incremento significativo del precio internacional del petróleo y una mejoría de las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital.

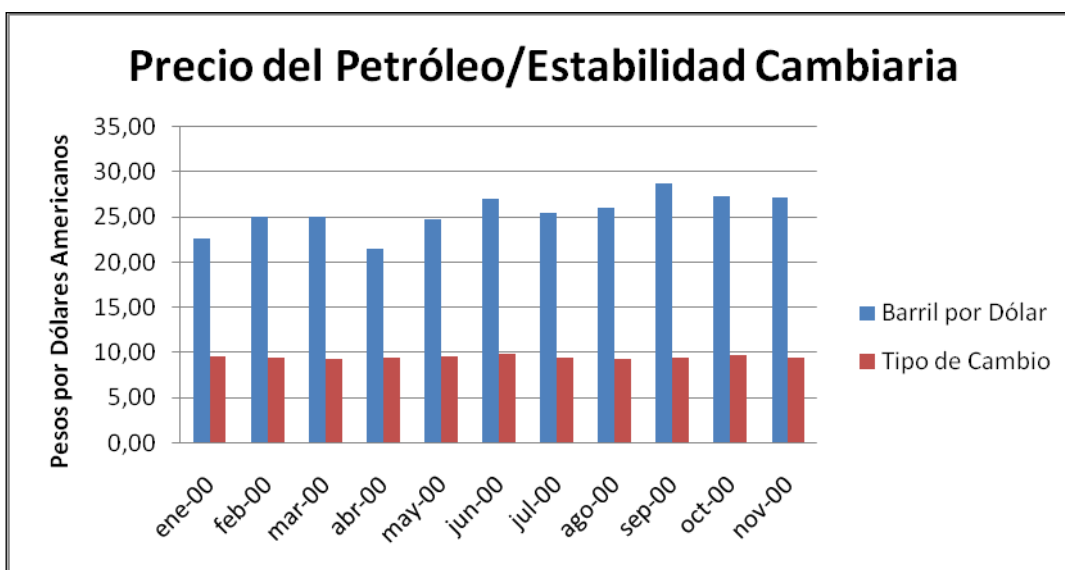
Grafica1.3 PIB Estados Unidos/ Formación Bruta de Capital



Fuente: Elaboración propia, con datos del Report of President: <http://www.gpoaccess.gov/eop/>

Sin embargo, en los últimos meses del 2000 se presentaron influencias del exterior que llevaron a un desfavorable panorama económico como: la confirmación de la desaceleración económica en los Estados Unidos, el deterioro en el entorno internacional a finales del año no afectó significativamente el desenvolvimiento de la economía nacional. Así, los efectos positivos de la expansión en los Estados Unidos, del elevado precio del petróleo y del comportamiento favorable de los flujos de capital, contribuyeron al crecimiento económico y a la estabilidad del tipo de cambio como lo muestra la grafica 1.4. Esta última constituyó un factor favorable del proceso desinflacionario.

Grafica 1.4 PERTÓLEO/TIPO DE CAMBIO



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico e INEGI. El tipo de cambio puede no coincidir debido al redondeo

Estos resultados se dieron a la par de una situación favorable en el mercado laboral, ya que se registró un aumento tanto del empleo como de los salarios reales. En lo que hace a las cuentas externas, el déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente se incrementó en relación con los observados en 1999. Esto último es atribuible a que la expansión de la demanda agregada y el fortalecimiento del peso frente al dólar de los Estados Unidos compensaron los efectos propicios de los elevados precios del petróleo y del crecimiento de las exportaciones no petroleras.

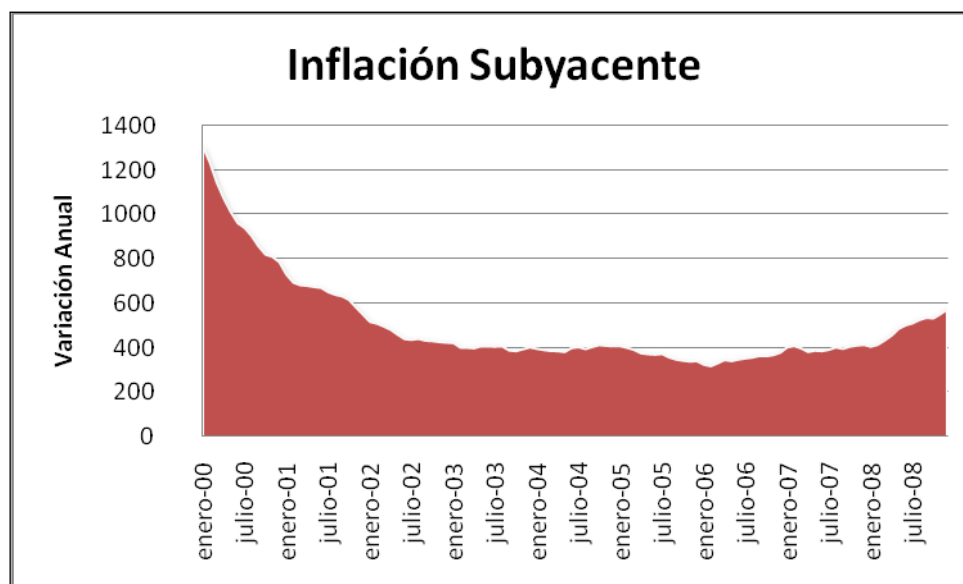
El incremento anual de los precios al consumidor al cierre del 2000 fue de 8.96 por ciento, el más bajo de los últimos seis años. En el año, la inflación general disminuyó 3.36 puntos porcentuales. Este descenso y el cumplimiento de la meta se explican principalmente por los siguientes factores:

- a) La aplicación de una política monetaria oportuna con el objetivo de inflación
- b) La estabilidad del tipo de cambio
- c) La mejoría de las expectativas de inflación.

La inflación subyacente tuvo un mejor desempeño que la inflación general, ya que disminuyó a mayor velocidad y terminó el año en un nivel inferior a la del INPC. Por tanto, los fenómenos que en 1999 contribuyeron de manera tan importante a la baja de la inflación general, no tuvieron el mismo efecto en 2000. Esto se debió a que la inflación de los bienes agropecuarios fue mayor que la del año anterior y que la general. Asimismo, la inflación anual de los bienes administrados y concertados y la que registró el subíndice de precios de los servicios educativos fue más elevada que la del INPC.

Véase Grafica 1.5

Grafica 1.5 INFLACIÓN SUBYACENTE

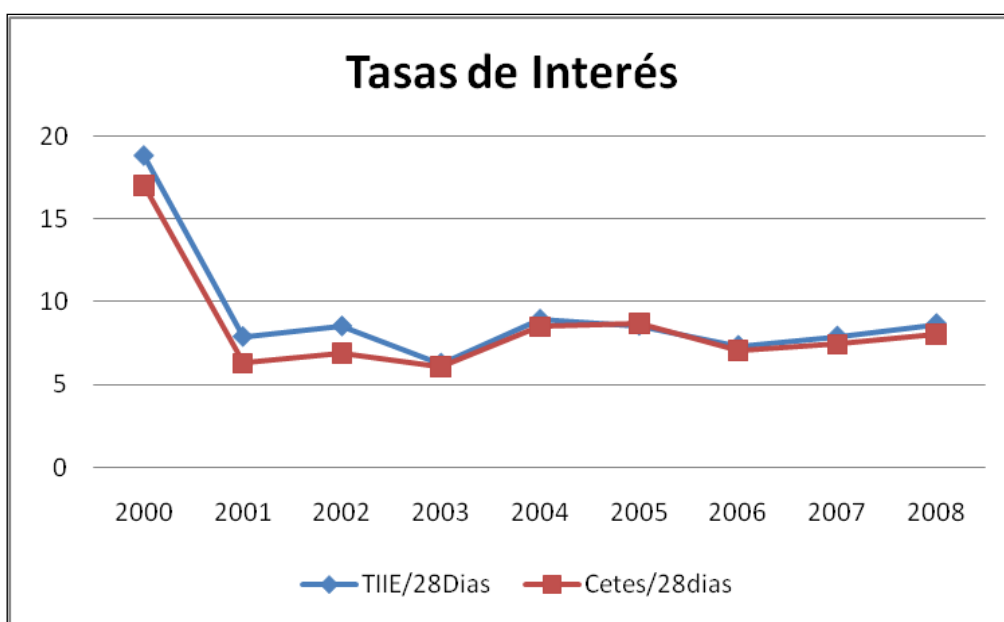


Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

La mayor contribución al proceso de desinflación la tuvo el sector de mercancías, sin embargo la inflación en el sector servicios también descendió considerablemente. Al final del año se observó un relativo estancamiento en el descenso de la inflación general y una menor velocidad en el ritmo al que venía bajando la inflación subyacente, por lo que la autoridad monetaria extendió en seis ocasiones su postura restrictiva de política monetaria²⁷.

Los efectos de la de la restricción monetaria sobre las tasas de interés internas se perciben con mayor claridad a partir del incremento del “corto” acordado el 16 de mayo. Después del “corto”, las tasas de interés internas, nominales y reales, se incrementaron aun cuando la tasa de interés externa se haya reducido²⁸. El resultado de ello fue que se amplió la brecha entre ambas, lo anterior se vio reflejado a fines de año en niveles de tasas internas nominales ligeramente superiores a lo observado al inicio de 2000. Por su parte, las tasas reales terminaron el año en un nivel sustancialmente más elevado, en un contexto de tasas externas ligeramente inferiores a las prevalecientes al inicio del periodo²⁹. Como lo muestra la siguiente grafica 1.6

Grafica 1.6 TIE28 Días/Cetes28 Días



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

²⁷ El propósito primordial de dichas modificaciones fue alcanzar el objetivo de inflación para 2000 y, con énfasis creciente, asegurar una trayectoria de mediano plazo congruente con la meta de lograr una tasa de inflación menor de 6.5 por ciento en 2001 y de 3 por ciento en 2003.

²⁸ Dado el rezago considerable en el que las acciones de la política monetaria inciden sobre la evolución de la economía y de los precios, la elevación de las tasas de interés internas no se ha traducido en una desaceleración del gasto interno, mostrando que éste aún crece a un ritmo vigoroso.

²⁹ Ello sugiere que las modificaciones en la postura de la política monetaria han llevado a una separación parcial entre las tasas internas y las externas.

1.4 CARACTERISTICAS E INFLUENCIA SOBRE LA INVERSIÓN

La entrada de capitales hacia un país dependen de los objetivos que persigue la política monetaria, estos objetivos se dan a conocer por el banco central, el cual evalúa y determina su propia política monetaria ya sea a corto, mediano o largo plazo, en base a los escenarios que arroje dicha política se determinara la existencia de un clima de negocios y un nivel de confianza optimista y/o pesimista, sin embargo es importante señalar que las variables que son más influyentes para la toma de decisiones son:

- ❖ Tasas de Interés.

- ❖ Inflación.

- ❖ Tipo de Cambio.

A partir de los noventa el país ha experimentado diversas políticas monetarias y regímenes cambiarios que se pueden sintetizar en tres fases:

- 1) El eje ordenador fue una meta de de tipo de cambio definida en una banda antes de la crisis de 1994.

- 2) Posteriormente se aplico un régimen de metas de agregados monetarios y libre flotación cambiaria por un periodo corto limitado por la crisis de 1994.

- 3) Fase de instrumentación de una política monetaria de metas de inflación.

El proceso de transición al régimen de metas de inflación se aceleró en 1999, cuando el Banco central anuncio un objetivo de inflación a mediano plazo basándose en el índice de precios al consumidor, y a partir del 2000 empezó a publicar reportes trimestrales sobre la evolución de la inflación, a ello se tiene que atribuir otro tipo de factores que contribuyen a consolidar la política de metas de inflación tales como la independencia institucional (desde 1993 con el solo objetivo de controlar la inflación), un régimen cambiario de libre flotación y una aplicación transparente de políticas monetarias apoyada por un régimen fiscal estable.

Lo razones argumentadas por el Instituto Central para aplicar una política de metas de inflación es en base a la inestabilidad de la relación entre la base monetaria y la inflación, lo que llevo a la incapacidad del Banco Central para controlar la base monetaria (al menos en el corto plazo) a consecuencia de su baja elasticidad a la tasa de interés, de esta forma el Banco Central considera que no puede controlar los agregados monetarios y tampoco puede confiar en que su control se traduzca en un control de la inflación, ante la existencia de una relación volátil de estas variables.

En base a este argumento el Banco de México cuenta con el “corto” como principal instrumento de política monetaria para incidir en el nivel y la estructura de tasas de interés³⁰. En este sistema del corto, el banco de México establece un balance nulo de reservas a las instituciones financieras y penaliza a estas con una tasa del doble de la de los Cetes en caso de sobre giro, de esta forma el Banco Central coloca en corto al sistema financiero, a través de la penalización de sobre giros. Esta política se modifica al anunciar un aumento o disminución de montos y así influenciar al conjunto de la estructura de las tasas de interés.

1.4.1 MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO

Cuando se aplica una política más restrictiva para controlar el proceso inflacionario, el instituto central aumenta la tasa de interés en el caso de una devaluación del tipo de cambio, con el objetivo de evitar brotes inflacionarios, sin embargo una apreciación del tipo de cambio que reduce las presiones de precios no se traduce en una disminución consecuente de la tasa de interés. En este sentido, el Banco Central mantiene una política asimétrica ante movimientos del tipo de cambio que se traduce en una apreciación lenta del tipo de cambio real. La política monetaria reciente se ha visto acompañada de una importante reducción de la inflación, pero también con un pobre desempeño económico, un ejemplo de ello es la fuerte depreciación del tipo de cambio real de 1995 se ha observado un pequeño proceso de apreciación que solo se interrumpió entre 2002 y 2003. De esta forma el tipo de cambio real de finales de 1995 a 2002 se apreció cerca de 35 y 27% de 1995 a 2004, este comportamiento acompañado con un tipo de cambio nominal relativamente estable y una economía más abierta ha implicado que el gobierno contribuya de manera sustancial a reducir presiones inflacionarias.

³⁰ El “corto” no ha sido un elemento transparente para el público en general. En ocasiones, su confusión ha afectado incluso a los participantes en el mercado financiero. Aun así, lo cierto es que la mayor parte del proceso de estabilización de los precios se ha conseguido empleando dicho instrumento como medio de restricción monetaria.

Sin embargo la misma sobrevaluación del tipo de cambio real ha incurrido negativamente en el nivel de competitividad de la economía y, por tanto ha contribuido al pobre desempeño económico. Como lo muestra el promedio del tipo de cambio para el año 2000-2008 en el cuadro 1.1. De modo que la política monetaria se relaciona con la entrada y salida de capitales que a su vez determina los auges y descensos de la actividad económica.

Cuadro 1.1 PROMEDIO DEL TIPO DE CAMBIO

Año	Promedio Anual
2000	9.45
2001	9.33
2002	9.67
2003	10.79
2004	11.32
2005	10.88
2006	10.90
2007	10.92
2008	11.14

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

Se tuvo que pasar por un proceso de desregulación para que la liquidez de la economía, particularmente el mercado financiero determinara la efectividad de la política monetaria, especialmente en la función de estabilizador de los flujos financieros.

A través del proceso de desregulación y globalización que se fue iniciando en México a fines de los setenta y caracterizada por la crisis de deuda externa (1982) que dio lugar a un período de restricción de capitales externos que se conoció con el nombre de “ajustes externos” esto es:

- a) En la primera mitad de los noventa y cuando se presenta una apertura del mercado de capitales y la entrada de enormes volúmenes de capital externo hacía el país, fundamentalmente por bonos gubernamentales canalizados hacía inversionistas institucionales externos mediante inversiones de cartera de corto plazo³¹.
- b) El ajuste comercial externo que intervino con el anterior objetivo de atraer capital externo para estabilizar el tipo de cambio, lo cual redujo la participación de las inversiones de cartera, aumento el ingreso por concepto de exportaciones y se desplegaron políticas tendientes en atraer Inversión Extranjera Directa (IED), aumentando la presión para realizar reformas estructurales (como ejemplo ventas de activos de Pemex y compañías de electricidad). Esto se observa en el cuadro 1.2

El principal objetivo de las políticas emprendidas durante el período de “ajuste externo” consistió en equilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual se logro vía constantes devaluaciones, operando el tipo de cambio como variable equilibradora, en combinación con la tasa de interés, bajos salarios y recortes al gasto público. En esos años también se desregulo el sistema bancario lo que modifico las fuentes de financiamiento gubernamental al desplazar los créditos bancarios por la emisión de deuda gubernamental vía operaciones de mercado abierto, que dio inicio a la liberalización de la tasa de interés de la interferencia gubernamental.

³¹ El principal objetivo de la política monetaria de este período fue de estabilizar la inflación vía el encaje del tipo de cambio, independientemente de las necesidades de financiamiento gubernamental o de la liquidez del mercado financiero. Este lapso se conoce como “etapa de ajuste fiscal” y finalizo de manera abrupta en 1994 a consecuencia de la devaluación del peso mexicano que tuvo fuerte efectos de contagio en el mercado financiero mundial particularmente en América latina y se conoció con el nombre de “efecto tequila”.

Flujos de Inversión Extranjera

Millones de dólares

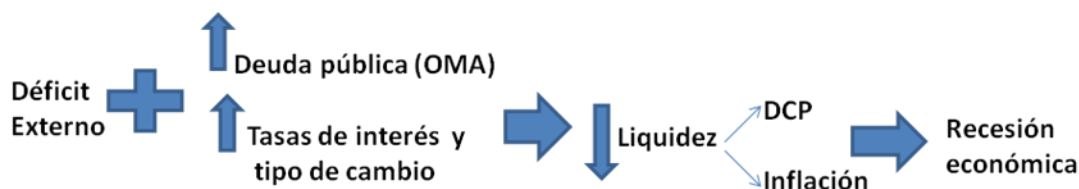
p/ Cifras preliminares

Años	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 p/
Total	16,318.8	17,626.9	28,576.9	17,345.8	13,724.8	20,915.6	24,503.3
Inversión Directa	13,466.7	17,225.8	27,485.1	17,299.8	12,945.9	18,244.4	17,804.6
Nuevas Inversiones	5,979.2	7,650.2	20,614.1	10,319.8	4,656.3	9,447.1	9,633.5
Reinversión de Utilidades	2,320.8	3,834.3	3,843.1	2,083.2	2,062.7	2,323.1	2,806.3
Cuentas entre Compañías	5,166.7	5,741.3	3,027.9	4,896.7	6,226.9	6,474.1	5,364.7
Inversión de Cartera	2,852.2	401.0	1,091.8	46.0	778.9	2,671.2	6,698.7
Mercado Accionario	3,769.2	446.8	151.0	-103.6	-123.3	-2,522.2	3,352.9
Mercado de Dinero	-917.0	-45.8	940.8	149.6	902.2	5,193.4	3,345.7

Fuente SECOFI (1994), incluye inversión en bolsa de valores desde 1989 Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

El resultado de estas políticas fue una recesión generalizada³², conocida como década perdida, en términos de crecimiento económico. Lo que llevo a constantes devaluaciones que provocaron un acelerado proceso inflacionario, principalmente aumentaron los costos de las importaciones que incluyeron bienes de consumo, explicado por la apertura comercial, y un incremento del déficit fiscal inducido por el rubro de intereses. Esto lo podemos observar en el diagrama 1.1. Los bonos gubernamentales aumentaron el ahorro financiero con tasas de interés crecientes.

Diagrama 1.1



DCP: déficit de cuenta pública, la dirección ascendente significa devaluación

A partir de 1982, el déficit externo junto con una restricción de capital dio lugar a poner en práctica de políticas monetarias restrictivas que incrementaron las tasas de interés e indujeron un tipo de cambio subvaluado debido a las constantes devaluaciones, aumento la emisión de bonos gubernamentales (acompañado del encaje legal) en manos de agentes no creadores de liquidez, lo que no se destino a la banca comercial, como alternativa para canalizar ahorro de los agentes nacionales hacía el sector financiero y neutralizar la salida de capitales. Esto disminuyo la liquidez de estas políticas fue un proceso generalizado de inflación y déficit de la cuenta pública, lo cual derivo en un estancamiento económico.

³² Situación que también vivieron países de América Latina excepto Colombia

1.4.2 APERTURA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

La apertura del mercado de capitales se creó como una fuente adicional de financiamiento para la inversión productiva y como una vía para reforzar el control de los precios, este proceso debía de tener una secuencia la cual es: los precios del sector real debían de igualarse a los precios internacionales, que se logro mediante la apertura comercial; el crecimiento económico sería financiado por ahorro externo, a través de inversiones de cartera de corto plazo (atraídos por bonos gubernamentales), esto debería de estar acompañado de un proceso inflacionario en el mercado financiero, volviendo atractivas las inversiones en moneda nacional en el mercado de capitales, esto refuerza la política antiinflacionaria vía la sobrevaluación de la moneda generada por la entrada de capitales. A su vez la privatización de grandes empresas estatales debería dinamizar el mercado de capital, aumentando la oferta de activos en el mercado de capitales en moneda nacional, este proceso sería apoyado por las reformas estructurales (venta de pasivos nacionales a los agentes externos) que atraería grandes montos de inversión extranjera directa, esta última beneficiaria a las empresas productivas con la incorporación de los avances tecnológicos con el beneficio de reducir el déficit de la balanza comercial con el resto del mundo. A si la entrada de capital debería reducir la tasa de interés nacional hasta igualarse con la tasa de interés internacional, este conjunto de elementos debería incrementar la inversión fija, aumentar la productividad nacional y evitar desequilibrios externos.

Sin embargo el principal objetivo fue controlar la inflación para esto se requería modificar las expectativas de los agentes, en donde una tasa de interés elevada fue sustituida por la estabilidad del tipo de cambio cuyo objetivo era convertirse en el ancla de los precios, adquiriendo la tasa de interés el papel de variable equilibradora. A partir de esos años la abundancia de capitales externos estuvo influida por la apertura de los mercados de capitales³³, los títulos gubernamentales (OMA) desempeñaron un papel central en la atracción de capitales externos. La emisión de títulos fue canalizada hacia inversionistas externos que ingresaron flujos financieros a la economía bajo la forma de inversiones de cartera de corto plazo, ello incremento la base monetaria y la emisión de créditos bancarios. Por lo tanto el efecto de las OMA fue un aumento de la liquidez interna activando el crecimiento económico en períodos fuertes de flujos de capital, por su parte el **mercado de capitales** experimento un proceso inflacionario debido a la entrada de capitales.

³³ Los flujos de capital hacía América latina no tuvieron restricción alguna con excepción de Chile donde impusieron un impuesto sobre el capital, similar al impuesto Tobin, que impone penalidades a flujos externos que permanecen en el sistema financiero por lapsos menores de un año.

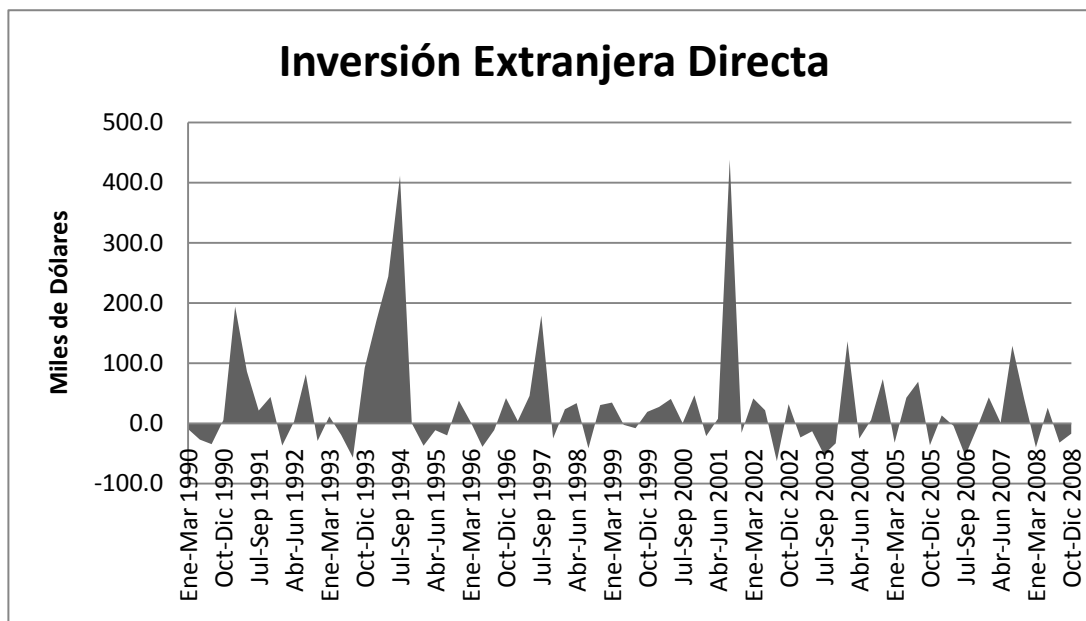
A lo largo de esos años se fue controlando la inflación del sector productivo promoviendo un proceso de precios crecientes en el sector financiero. Sin embargo los flujos de capital externo se canalizaron al financiamiento del consumo que provoco crecientes desequilibrios en la balanza comercial resultado de la sobrevaluación del tipo de cambio. Por lo que a raíz de la apertura comercial se incremento la elasticidad importaciones – ingreso y se volvió más inflexible la elasticidad importaciones – precios, adicionalmente el incremento de los precios del mercado de capitales fue provocado en el mercado secundario, sin lograr que esta nueva fuente de financiamiento canalizara recursos frescos al gasto de la inversión. Este proceso llevó necesariamente a una crisis financiera debido a que el tipo de cambio alcanzo un aumento, lo que llevo a un riesgo cambiario por lo que los flujos de capital externo revirtieron su dirección, devaluándose la moneda en diciembre de 1994, seguido por un fuerte déficit en la cuenta de capital y una recesión económica³⁴.

En ese período las operaciones de mercado abierto dominaron la política monetaria con el objetivo de atraer flujos de capital externo, estos estuvieron por encima de la capacidad de la economía e indujeron crecientes déficit en la cuenta corriente externa. La abrupta salida de capitales de la economía mexicana dio lugar al **Efecto Tequila** que aumento la demanda de moneda extranjera en América Latina, desestabilizando los mercados financieros de la región, particularmente el mexicano. Por lo que al contar con una estabilidad del tipo de cambio llevo a cambiar la composición flujos externos y se desarrollaron políticas monetarias restrictivas de corto plazo para reducir la liquidez al manifestarse caídas en los flujos de capital externo, asumiendo una importante función los inversionistas institucionales asentados en México (ejemplo de ello son los fondos de pensión).

En la composición de flujos externos destaca la importancia de **la inversión extranjera directa (IED)**, la cual se acompaño de reformas estructurales que atrajeron cuantiosos volúmenes de recursos externos por la venta de activos nacionales a agentes externos sin ningún impacto en el gasto de inversión. Este tipo de operaciones genero un flujo de capitales, aunque solo por una vez, posteriormente presiono el déficit en la cuenta de capitales, reduciendo el stock de riqueza de los agentes nacionales. Como lo muestra la grafica 1.1

³⁴ Las políticas monetarias recesivas que incrementaron las tasas de interés no revirtieron la salida de capitales.

Grafica 1.1 INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA ANUAL



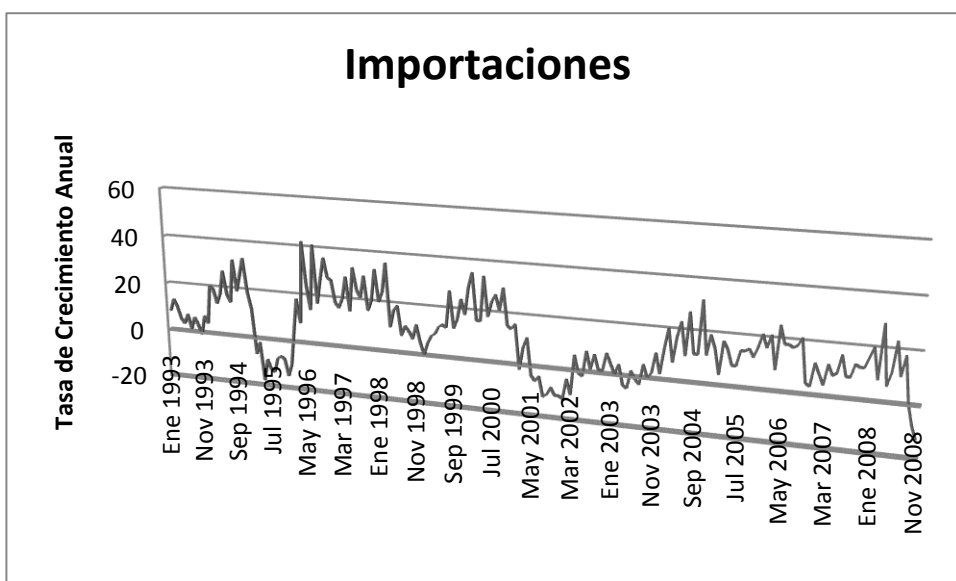
Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

En el corto plazo no se modificó la dependencia productiva de las importaciones ni aumentaron las exportaciones, ya que los flujos externos se canalizaron al financiamiento del déficit de cuenta corriente externa. Sin embargo un elemento que tuvo gran relevancia fue la expansión de acuerdos comerciales, pero el más relevante fue el TLCAN, cuyo objetivo fue aumentar los flujos externos por exportaciones. El TLCAN incrustó la economía mexicana a la estadounidense con la ventaja de que México no puede desplegar políticas contracíclicas para estabilizar la demanda interna, esto refleja la gran asimetría que existe entre ambos países.

La política monetaria no fue modificada en este periodo, aunque el banco central se abstuvo a utilizar instrumentos de mercado tendientes a atraer inversión de cartera externa³⁵. Por lo que las reducciones de los flujos externos o aumentos acelerados en las importaciones, provocaron la instrumentación de políticas monetarias restrictivas, asimismo las OMA limitaron la liquidez y redujeron el ingreso. Véase grafica 1.2

³⁵ La particularidad de este periodo es que se emiten bonos de regulación monetaria que se activan cuando se prevé restricción a la liquidez externa, desplazándose las políticas de esterilización.

Grafica 1.2 IMPORTACIONES



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Por lo que la política monetaria se vuelve procíclica, cuando aumenta la entrada de capitales y no existen evidencias de aumentos en el déficit de la cuenta corriente, aumenta la liquidez y permanece el crecimiento económico.

Recordemos que los bonos de regulación monetaria inicialmente fueron emitidos por el gobierno federal, posteriormente por el banco central. La diferencia entre los bonos emitidos por el gobierno federal y el banco central es que estos últimos no afectan la deuda gubernamental deslindeándose esta de la emisión de deuda con fines regulatorios, pasando por el banco central. El aumento de liquidez en la economía no se produjo a través del sector bancario, en tanto el crédito bancario se redujo en términos absolutos activándose el crédito al consumo en ciertos periodos (particularmente al sector automotriz) y desde fines de 2003 se promueve el financiamiento a la vivienda). El crecimiento económico entre 1997 y 2000 fue financiado fundamentalmente por el mercado internacional, mediante créditos de bancos internacionales, bonos emitidos en el mercado externo y préstamo de proveedores. Consecuentemente las operaciones de mercado abierto se orientaron a reducir la liquidez como respuesta al descenso de flujos de capitales externos³⁶.

³⁶ Medidas adicionales para controlar la liquidez se refieren a la manipulación indirecta de la tasa de interés de corto plazo, vía la imposición del régimen de saldos a acumulados y política de cortos.

La principal dinámica del mercado financiero son los bonos gubernamentales y estos tienen un efecto fundamental en la composición de la cartera de los agentes, modificando de esta manera la posición de liquidez de los agentes económicos, sin garantizar la estabilidad en los recursos financieros, y generando frenos y arranques en el crecimiento económico. En los ochenta, cuando se modificaron las fuentes de financiamiento del gasto público, los bonos públicos oscilaron alrededor del 10% del PIB. Por lo que la decisión del gobierno de prescindir de créditos bancarios e incidir sobre la liquidez del mercado y emitir títulos de deuda que operan en el mercado de dinero (se sustituyen los bonos de deuda pública) dando inicio en 1978 la emisión por primera vez de los Certificados de la Tesorería (Cetes). Entre 1989 y 1990, ya finalizada la desregulación del sistema bancario, se duplica la participación de la emisión de títulos en el PIB, lo cual no implica restricción de liquidez. Esto coincide con el cambio de objetivos de política monetaria como control de la inflación y los mecanismos para lograrlo en donde se fija el tipo de cambio. Como resultado de la globalización financiera cae la circulación de los bonos gubernamentales³⁷, llevando su venta a inversionistas institucionales que mantienen la liquidez de la economía. Pero la crisis de 1994 mostro que la creciente liquidez alcanzada entre 1991 y 1993 depende de la entrada de capital externo, altamente volátil e imposible de retener pese a las crecientes tasas de rendimiento. La entrada de capitales sobrevaluó la moneda y genero un creciente déficit externo de la cuenta corriente hasta que en diciembre de 1994 se financio con superávit de la cuenta de capitales. En 1995 aun en crisis se registra en la circulación de los bonos públicos que se explica por la emisión de bonos de regulación monetaria, esto implicó una creciente restricción de liquidez que interrumpió el sistema de pagos de la economía, ante esto no pudo desplegarse una política monetaria contracíclica.

A sí al reconocer la debilidad del sistema financiero frente al movimiento de capital externo, la autoridad monetaria modificó su estrategia para controlar la inflación. La emisión de bonos públicos se relaciona evidentemente y de manera directa al movimiento de los flujos de capital externo. En los períodos donde se aplico una reducción de capital externo (1995, 1997,1998 y en el 2000 en adelante) se activo la emisión de bonos de regulación monetaria, e incluso a partir de 2000 se cedió la emisión de dichos títulos al banco central a fin de que el déficit gubernamental no estuviese con objetos de restricción de liquidez.

³⁷ Los bonos públicos en países emergentes no actúan como un ancla de valor de su moneda, ya que en situaciones de crisis financieras el movimiento de capital externo se vuelve completamente inelástico a los movimientos de la tasa de interés nacional y genera desequilibrios en la balanza de pagos.

Capítulo 2

SISTEMA FINANCIERO³⁸

2.1 SISTEMA FINANCIERO SOLIDO PARA EL DESARROLLO DE LA INVERSIÓN

El sistema financiero es un conjunto de mercados, instituciones, leyes, regulaciones y sistemas de operación en los cuales los instrumentos financieros se intercambian, se determina el nivel y la estructura de la tasa de interés y se producen los servicios financieros que demanda la sociedad económica, su objetivo consiste en transferir recursos financieros que provienen del ahorro de la sociedad (interno/externo) hacia los agentes que demandan recursos, principalmente para inversión, o bien para aumentar el consumo o facilitar la operación de actividades productivas, a través de la captación del ahorro y el otorgamiento del crédito que el sistema hace posible el crecimiento de las economías y el mejoramiento del nivel de vida de la sociedad. Gran parte del crédito que es canalizado por este sistema, se dedica a la adquisición de maquinaria, equipo e instalaciones, a la construcción de carreteras e infraestructura hidráulica y urbana al levantamiento de centros de educación y hospitales, lo que hace posible el nivel y forma de vida que caracteriza a una sociedad.

Debido a que el sistema financiero determina tanto el nivel o volumen del crédito así como el costo del mismo y el destino que se le da, lo que ocurre en el sistema financiero tiene un impacto muy influyente sobre la actividad económica³⁹, cuando se eleva el costo del crédito al disminuir su disponibilidad, el gasto o demanda agregada de la economía se reduce, como resultado de lo mencionado, si este gasto agregado corresponde a un ingreso nacional menor al ingreso potencial de la economía, el desempleo aumenta, disminuye tanto la producción como la inversión, lo cual redundará en un crecimiento mucho más lento en la economía, contrariamente cuando disminuye el costo del crédito y aumenta su disponibilidad, el gasto agregado de la economía se incrementa, esto genera más producción y más empleos y hace que la economía crezca con mayor rapidez.

³⁸ El sistema financiero procura la asignación eficiente de recursos entre ahorradores y demandantes de crédito. Un sistema financiero sano requiere, entre otros, de intermediarios eficaces y solventes, de mercados eficientes y completos, y de un marco legal que establezca claramente los derechos y obligaciones de las partes involucradas. Con el fin de alentar el sano desarrollo del sistema financiero y proteger los intereses del público en general, para el caso de México el Banco Central realiza un seguimiento permanente de las instituciones que lo integran, promueve reformas a la legislación vigente y, en el ámbito de su competencia, emite regulaciones.

³⁹ Con el porfiriato se inicia la historia de la actividad bancaria en México, y con ella la de la moneda fiduciaria como base esencial de la generalización de nuevos flujos financieros en la economía de nuestro país.

Se parte que un sistema monetario sólido permite a los agentes económicos especializarse en lo que pueden hacer mejor, lo que facilita aumentar la producción global de la economía, lo cual hace que los agentes intercambien el producto de su trabajo en el mercado de bienes y servicios en forma eficaz a través del dinero, pero sucede que el ingreso monetario que da lugar a este intercambio no es utilizado en su totalidad por los agentes que lo devengan, lo que hace que una parte se ahorre y se genera una acumulación de recursos monetarios que la economía no puede dejar de utilizar, puede argumentarse que este ahorro se canalice a quienes demandan recursos en forma directa a través de un mercado que junte a los oferentes y demandantes de crédito sin la necesidad de un sistema financiero, lo cual llevaría a un mercado muy imperfecto, dado que las operaciones de crédito implican riesgos de diverso tipo, tanto para los que ofrecen como para los que demandan recursos. La ausencia de un sistema bien organizado deprime la actividad crediticia, al impedir que los recursos monetarios ahorrados por la sociedad fluyan eficientemente hacia quienes garantizan su utilización productiva⁴⁰. La consecuencia de esto constituiría un serio problema para permitir que la economía genere un ingreso nacional equivalente o cercano a su ingreso potencial.

2.1.1 FUNCIONES PARA UN SISTEMA FINANCIERO.

Existen siete funciones fundamentales del sistema financiero⁴¹:

Estimular el ahorro (función ahorro)
Estimular el crecimiento patrimonial (función patrimonial)
Estimular la liquidez del sistema económico (función liquidez)
Canalizar el crédito (función crediticia)
Crear un sistema de pagos (función de pagos)
Abatir el riesgo financiero (función de riesgo)
Posibilitar la implementación de las medidas de política económica (función política)

⁴⁰ Como lo es la acumulación de capitales mercantiles, el crecimiento del comercio exterior, la modernización y expansión minera, la apertura comercial y establecimiento de grandes fábricas acentuaron la necesidad de bancos, al mismo tiempo que generaron recursos con los cuales crearlos.

⁴¹ Oscar Luis Ortiz Soto. El Dinero, La Teoría, La Política y Las Instituciones. UNAM Facultad de Economía. Págs. 341 - 345.

Estas funciones implican:

- La función ahorro equivale a la sociedad económica un sistema potencialmente redituable y con bajo riesgo para absorber el ahorro que el propio público genera.
- La función patrimonial equivale a proporcionar a la sociedad un sistema adecuado para el resguardo de valores, a fin de estimular la creación y crecimiento patrimonial de la sociedad, al minimizar el riesgo.
- La función liquidez, implica hacer posible que los agentes cambien bonos y demás activos financieros por dinero en efectivo, según las necesidades particulares de los mismos.
- La función crediticia, que es la más importante implica el proceso de canalización eficiente de recursos provenientes del ahorro hacia las empresas, los consumidores y el gobierno, a fin de garantizar la correcta utilización de estos para que no pertenezcan inutilizados.
- La función de pagos consiste en proporcionar a la sociedad mecanismos alternativos y eficaces para realizar los pagos, que implican la adquisición de bienes y servicios y contribuciones fiscales.
- La función de riesgo consiste en abatir al mínimo el conjunto de riesgos que son inherentes a las operaciones financieras, al proteger tanto a ahorradores como a usuarios del crédito.
- La función política provee a la autoridad de los canales para implementar la política económica (especialmente monetaria), encaminada a maximizar la producción; mantener el pleno empleo y abatir la inflación.

Para poder entender como funciona el sistema financiero es necesario saber como la teoría ha ido evolucionando a lo largo de los años, sin embargo los teóricos de la corriente neoliberal en donde promueven la desregulación y apertura de los sistemas financieros como medio para acelerar el desarrollo han centrado su explicación en:

- El sistema financiero es la vía más eficiente para canalizar el excedente económico a la inversión productiva, ya que permite reducir el costo de los recursos y asignarlos a los usos más rentables.
- El desarrollo financiero eleva la propensión a ahorrar y acelera el crecimiento económico.

- La intervención del gobierno en los mercados financieros es innecesaria y costosa, pues los mercados privados de capital son ineficientes y el gobierno no tiene ventaja sobre ellos⁴².

En base a esto se partió del supuesto que el banco central no requeriría de ningún otro instrumento para controlar la cantidad de dinero en circulación, ya que esta guardaría una relación estable con la oferta de base monetaria. Por lo que al iniciarse la desregulación financiera llevo a una acelerada expansión del crédito tanto a nivel nacional como internacional, esto junto con las innovaciones tecnológicas que redujeron los costos de transacción ocasiono que las operaciones financieras internacionales (particularmente), crecieran en niveles acelerados, que el mismo ingreso nominal.

Al desarrollarse las innovaciones tecnológicas implico que la rapidez con que se realiza la transferencia de fondos, asociada al mayor volumen de transacciones y a la creciente influencia de factores internacionales en la liquidez interna, ha creado nuevos riesgos para los sistemas de pagos. La mayor preocupación de la autoridad monetaria ya no es el riesgo crediticio de los intermediarios o la posibilidad de un pánico financiero, sino los enormes volúmenes de crédito tardío que se registran en el sistema de pagos y la ausencia de un prestamista de última instancia a nivel internacional.

La intervención del banco central en el sistema financiero tiene su máxima expresión como prestamista de última instancia a fin de rescatar instituciones bancarias impedidas de enfrentar el retiro de depósitos. La intervención estatal se amplía a intervenciones continuas (vía operaciones de mercado abierto, variación de las tasas de interés etc.) para incidir en la liquidez de la economía, por lo que al proponer estabilizar el sistema financiero, se fueron presentando intervenciones en el mercado de capitales mediante bonos del banco central a fin de retirar (inyectar) excesos (faltantes) netos de liquidez, posteriormente estas operaciones fueron empeorando fuertemente a las crisis financieras y económicas.

⁴² Este último punto ha tenido particular relevancia, ya que modifíco drásticamente la instrumentación de la política monetaria, sustituyendo los mecanismos de control directo de liquidez (ejemplo: los encajes de depósito obligatorios en el banco central, la ventanilla de redescuento, los topes de la tasa de interés, la canalización selectiva del crédito, etc. Por operaciones de mercado abierto.

Las emisiones de bonos gubernamentales para atraer capital externo, acompañadas de políticas de apertura comercial (privatización de activos nacionales y la venta a extranjeros) han sido políticas dominantes en países emergentes, particularmente en América Latina⁴³.

Dos casos recientes son: la crisis mexicana de diciembre de 1994 en donde se vincula la emisión de tesobonos y a la apertura comercial en 1986 con la firma del GATT y profundizada con el TLC 1993. El efecto tango en Argentina donde la imposición del consejo monetario junto con la privatización de sus principales empresas, se asocia a la profunda crisis económica de 2001.

Se debe señalar que en ambos países el objetivo principal de política económica, antes de la crisis fue la atracción de flujos monetarios para estabilizar el tipo de cambio y controlar la inflación, lo cual aseguraba el flujo constante de capitales externos que equilibra la cuenta corriente de balanza de pagos, que se caracteriza por ser deficitaria debido a la apertura comercial.

Actualmente el entorno internacional reúne ciertas características que incrementan su inestabilidad ante la globalización como son:

- ✓ La desregulación financiera junto con la globalización del mercado de capitales se basa en una gran movilidad de capitales entre países con distintos desarrollos económicos e institucionales, con la particularidad que la cantidad de dinero en circulación no se asocia a ningún valor (por ejemplo oro y plata).
- ✓ El mercado financiero se despliega a un proceso de inflación con reducidos estabilizadores fiscales, en donde el estado ya no despliega gasto público anticíclico y la liquidez se desvía a la especulación financiera que da como resultado final el incremento de precios en el sector financiero, a pesar de que se abate el costo de financiamiento, da como resultado una reducción del crecimiento económico, generando el surgimiento de inversionistas institucionales que concentran grandes montos de flujos financieros (fondos de pensiones, seguros, etc.) que se desplazan de un mercado financiero a otro, provocando crisis cambiarias que modifican el valor de los activos y toman más atractivas las inversiones financieras y los proyectos de inversión de corto plazo⁴⁴.

⁴³ La afluencia de capitales hacia América Latina ocasionó un incremento importante de sus sistemas financieros. Sin embargo, su integración a los circuitos financieros de los países desarrollados, por su disparidad en tamaño, estructura, crecimiento y profundidad crediticia incrementó su fragilidad e inestabilidad, situación que se expresó en las crisis de 1994-1995 en México, 1999 en Brasil y 2002 en Argentina.

⁴⁴ Esta característica tiene efectos particularmente negativos para las economías emergentes con débiles mercados de capital que requieren de altos flujos de capital externo para financiar la cuenta corriente externa, mientras no exista algún instrumento financiero que pueda detener la salida de capitales.

- ✓ La función del Banco Central como prestamista de última instancia adquiere especialidades particulares, dentro del sistema financiero el objetivo de política monetaria es estabilizar el sistema de pagos, rescatando instituciones independientemente de su solvencia financiera y prácticas bancarias adecuadas.

Al tratar de estabilizar al sistema financiero, se fue limitando la liquidez económica, mediante operaciones de mercado abierto (OMA), esto se vuelve inaplicable para economías emergentes, ya que las OMA se vinculan al flujo de capital externo que se explica por la debilidad del mercado de capitales y en general del sistema financiero, a si como por la limitada habilidad de los bancos centrales en el desarrollo de políticas estabilizadoras en tiempos de crisis. Por lo tanto las políticas monetarias se vuelven procíclicas a los movimientos del capital externo.

Los bancos centrales están imposibilitados de detener las salidas de capital externo, por lo que deben de establecer políticas procíclicas profundizando las crisis financieras de los agentes deudores nacionales sin revertir la salida de capitales. El objetivo de estas políticas es restaurar la confianza de los inversionistas institucionales a fin de revertir el movimiento de capitales, esto es generado por reformas estructurales y políticas restrictivas que garanticen la estabilidad del tipo de cambio y la no interferencia del Estado en la economía.

2.1.2 SITUACIÓN DEL SECTOR BANCARIO MEXICANO

El sector bancario mexicano registro cambios esenciales, que lo llevaron a las operaciones tradicionales de captación y financiamiento de las actividades productivas, para convertirse en un tomador y administrador de operaciones de alto riesgo. Esto estableció una estructura bancaria altamente vulnerable y volátil que estalló con la devaluación de diciembre de 1994; es decir, la precipitación de la devaluación sólo fue un factor detonador de la crisis bancaria, pues las condiciones para que ésta estallara ya estaban presentes si consideramos el alto índice de cartera vencida que se venía registrando desde principios de 1994: 8.39% de la cartera de crédito total. El alto índice de cartera vencida y los bajos niveles de capitalización de la mayoría de los bancos, se sumó a la ausencia de un seguro de depósito que permitiera u obligara a los bancos a hacer frente a tal situación, de la cual, en gran medida, ellos eran los responsables⁴⁵.

El elevado costo fiscal del rescate y saneamiento de los bancos (en términos económicos y sociales), ha sido muy alto para la sociedad mexicana. Por ello, debe replantearse la necesidad de implantar un marco institucional que regule y supervise la nueva estructura bancaria, así como el establecimiento obligatorio del seguro de depósito. Sin embargo, cuando los bancos se encuentran ante problemas de insolvencia, la instrumentación del seguro de depósito para calmar las expectativas negativas y especulativas es poco eficaz. Por lo que se han propuesto modalidades de organización y financiamiento al seguro de depósito⁴⁶.

La organización del seguro de depósito puede asumir varias formas, en algunos casos los gobiernos optan por constituir un fondo permanente, el cual proveerá de recursos ante la eventualidad de una crisis. También se podrá disponer de estos recursos cuando una institución bancaria presente problemas de liquidez, y las demás instituciones acuerden, por ejemplo, otorgarle líneas de crédito. En algunos países no se constituyen fondos permanentes porque sus gobiernos protegen a los depositantes.

⁴⁵ La intervención de la autoridad monetaria era necesaria si se quería evitar una crisis de insolvencia que se extendiera a todo el sistema de pagos.

⁴⁶ Prueba de ello es la creación del IPAB

En un principio, no se consideraban los diferenciales de riesgo para fijar el monto de la aportación; sin embargo, hacia finales de 1998 en algunos países como Colombia y Argentina, se introdujo el criterio de prima diferencial de acuerdo con el riesgo asociado a cada institución financiera. En términos generales, se clasifica a las instituciones en cuatro tipos:

- 1) Bancos comerciales.
- 2) Instituciones hipotecarias y de ahorro.
- 3) Sociedades de capitalización.
- 4) Sociedades de inversión.

En cuanto a la gestión y administración del seguro de depósito, domina la administración bajo la responsabilidad del gobierno: 18 países han elegido este esquema, entre los cuales está Colombia, Chile, Estados Unidos, Suiza y Suecia; 13 operan bajo una gestión conjunta entre el gobierno y el sector privado, este es el caso de Argentina, Bélgica, Japón, Países Bajos y Noruega; y 9 han optado por la administración solamente del sector privado, bajo este régimen funciona Alemania, Austria, Dinamarca, Francia e Italia.

A partir de las crisis bancarias de la década de los noventa, la mayoría de los países industrializados y algunos países en desarrollo han aplicado el seguro de depósito como un instrumento para reforzar la seguridad y estabilidad de sus sistemas financieros. Estados Unidos, México, Canadá Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela, República Dominicana, El Salvador y Trinidad y Tobago cuentan con sistemas formales de seguro de depósito⁴⁷. En la Unión Europea, como ya se mencionó, las autoridades comunitarias determinaron la instrumentación del seguro de depósito con carácter obligatorio para todos los países miembros a partir de 1999. La aceptación y expansión del seguro de depósito es un indicador de que la integración de los mercados financieros y, por ende, la libre movilidad de los capitales a nivel internacional, generan incertidumbre y fragilidad en los sistemas financieros locales.

⁴⁷ La formalización o institucionalización del seguro de depósito implica, generalmente, la aprobación y aplicación de una ley que lo regule.

Existen tres factores importantes que fundamentan la institucionalización del seguro de depósito, el cual debe ser complementado con otras medidas preventivas tendientes a supervisar y controlar la actividad de los bancos. Estos factores son:

- 1) la existencia de información limitada.
- 2) el alto costo económico de las crisis bancarias.
- 3) contribuir al funcionamiento eficiente del sector bancario y, por ende a la estabilidad financiera.

El problema de acceso y disponibilidad de información oportuna y verídica afecta principalmente al consumidor por lo tanto, el seguro de depósito es una protección en primer lugar, para el depositante o ahorrador. Para un depositante potencial es más difícil y complicado evaluar la situación económica y financiera de un banco porque parte de información limitada y poco oportuna; aún cuando contara con ella no tendría los instrumentos y capacidad para interpretarla⁴⁸. Esta imperfección del mercado financiero se compensa con la supervisión y los seguros de depósito. La suposición de una existencia de información asimétrica entre unos países y otros y de que el depositante no tiene acceso a la misma, por lo que éste debe ser protegido, está presente en la Federal Deposit Insurance Corporation de Estados Unidos. Esto explica que la Corporación desempeñe un papel de aseguradora al realizar las funciones de análisis y evaluación de riesgos; por ello evalúa tanto el riesgo presente como el riesgo emergente del fondo permanente del seguro de depósito para fijar el monto de las primas. El propósito de dicha evaluación es evitar que los problemas de una institución se propaguen al resto del sistema bancario.

El que una institución altamente especializada como la Corporación Federal para el Seguro de Depósito se encargue de la medición del riesgo demuestra las limitaciones que tiene el depositante para proteger sus ahorros bancarios. El alto costo económico y fiscal que asumen los gobiernos ante las crisis bancarias, la implementación del seguro de depósito resulta necesaria. En ausencia de un sistema institucional de seguro de depósito, la crisis de un banco puede resolverse por lo menos a través de:

- i. Promover la fusión del banco en problemas, con uno o más bancos en buena situación, nacionales o extranjeros que se comprometan a capitalizarlo.
- ii. Distribuir las pérdidas entre los depositantes del banco.
- iii. Rescatar al banco con problemas de fondos públicos.

⁴⁸ Aunque los bancos que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores tiene la obligación de emitir su información financiera trimestralmente, no obstante se tendría que acudir con un especialista para a si poder tomar las decisiones.

Si el problema se ajusta a una institución y no se cuenta con un seguro de depósito, es evidente que los gobiernos dispondrán de mayor flexibilidad para recurrir a cualquiera de los tres mecanismos o a una combinación de medidas específicas, según las características del problema. Sin embargo, los problemas de insolvencia no se ajustan a una institución por lo general, implican a otras instituciones amenazando la estabilidad del sistema de pagos en su conjunto⁴⁹. En tales circunstancias, las fusiones no siempre resultan atractivas porque los costos económicos y financieros para el banco en problemas se elevan. Distribuir las pérdidas entre los depositantes resulta sumamente costoso para los ahorradores si consideramos que ellos no son consultados sobre las decisiones que toma el banco, ni participan de las utilidades de éste. La presencia potencial de una corrida bancaria, así como los altos costos económicos, políticos y sociales para la sociedad en su conjunto llevo a los gobiernos de varios países a establecer el sistema de depósito como parte de las medidas precautorias. A pesar de esto, bancos e intermediarios no bancarios han encontrado mecanismos para quebrantarlas, como es la práctica reciente de titularización de los créditos hipotecarios de alto riesgo, tanto en los países industrializados como en los países en desarrollo.

Los opositores al sistema de seguro de depósito argumentan que la rentabilidad de los bancos disminuirá debido a que el pago de la prima incrementará los costos. Esta visión no considera que la falta de seguridad sobre el reembolso de los depósitos pueda provocar una contracción en la captación de los bancos. Si consideramos que en la actualidad una proporción considerable del margen de intermediación de los bancos proviene del pago de comisiones es factible suponer que el costo de la captación y las tasas de interés no tendría por que elevarse debido al pago de la prima del seguro de depósito.

En cambio, la existencia de un fondo fortalecería la credibilidad y confianza en el sistema bancario porque en caso de una corrida bancaria se cuenta con los recursos para aminorar los problemas de liquidez permitiendo reducir los costos y la duración de la inestabilidad financiera.

⁴⁹ Este efecto de propagación y contagio quedó demostrado con la crisis de 1929, la crisis de la década de los noventa y la reciente crisis hipotecaria de Estados Unidos.

Bajo la concepción neoliberal de que la desregulación y modernización del sistema financiero era un requisito indispensable para integrar la economía mexicana a los mercados internacionales, durante el período 1983-1991 el sistema financiero mexicano registró cambios radicales, tanto en su marco jurídico como en su estructura y organización. Este proceso contempló tres etapas.

- ▶ En la primera, se eliminaron los controles sobre las tasas de interés bancarias y el mecanismo de encaje legal.
- ▶ En la segunda, se eliminaron las restricciones y barreras que impedían la participación del sector bancario en el mercado bursátil tendiente a consolidar la formación de conglomerados financieros con la participación de instituciones no bancarias.
- ▶ En la tercera etapa, se consolida el proceso de desregulación y liberalización con la venta de los bancos (1990-1991) y la posterior extranjerización de la propiedad de los bancos.

El desmantelamiento del marco regulatorio dejó en libertad a los nuevos banqueros inexpertos en el negocio bancario para determinar las tasas de interés y el destino de los créditos. Bajo esta nueva estructura bancaria la captación de recursos registró un crecimiento dinámico resultado de la introducción de nuevos productos y servicios bancarios, así como de la existencia de tasas de interés positivas y la mayor confianza de los ahorradores estimulada por la acelerada disminución de la inflación. En el mismo sentido actuaron las políticas de ajuste y estabilidad macroeconómica tendientes a controlar la inflación y sanear las finanzas públicas, ya que en la medida que estos dos objetivos se cumplieron se fueron configurando expectativas positivas sobre la estabilidad y el crecimiento futuro de la economía. En el caso de la estabilidad monetaria el ingreso disponible se elevó como resultado del menor efecto inflacionario sobre el ingreso corriente; en tanto que el saneamiento de las finanzas públicas implicó una menor demanda de crédito por parte del Gobierno Federal, con la consiguiente liberación de recursos crediticios a disposición del sector privado.

Como resultado, la captación mediante las aceptaciones bancarias se elevó y posteriormente se introdujeron nuevos instrumentos de captación en pesos, como los bonos bancarios, las cuentas productivas y los depósitos sin chequera, así como la captación de depósitos en dólares a la vista y a plazo, y la creación de pagarés en dólares. Los plazos de colocación de los depósitos en los bancos se ampliaron; los depósitos a plazo fijo se elevaron: de 0.1% en 1989, pasaron a 6.3% en 1992. Asimismo, se incrementó la captación a través de mesas de dinero y sociedades de inversión; lo que se reflejó en un incremento de los depósitos retirables en días preestablecido y pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento: en su conjunto, estos pasaron de 3.9% en 1989 a 50% en 1993, y 63.6 por ciento en 1995⁵⁰.

⁵⁰ Bolsa Mexicana de Valores (1992), El proceso de globalización financiera en México, Colección Planeación y Desarrollo de Mercado.

La mayor disponibilidad de liquidez y recursos bancarios condujo a la banca privada a flexibilizar los requisitos y condiciones para otorgar créditos. Se seleccionó a los prestatarios según el criterio de maximización del margen de intermediación; en este ambiente, las familias y empresas elevaron su demanda de crédito, cuya elasticidad precio (tasa de interés) se caracterizó por ser inelástica, particularmente el caso de las familias, a quienes se les otorgaron créditos hipotecarios y para consumo personal y adquisición de bienes durables sin una evaluación seria de su capacidad de pago futura. La burbuja crediticia se vio estimulada por el acceso de la banca al fondeo interbancario en los mercados financieros internacionales a bajas tasas de interés, cuya transformación en créditos internos a tasas de interés superiores a las externas les generó un alto margen de ganancias. En este contexto, y dada la ausencia de un marco regulatorio prudencial, la mayor oferta de crédito estimuló el crecimiento de su demanda mediante la flexibilidad de las condiciones y requisitos para otorgarlos. Las instituciones bancarias, al contar con el poder oligopólico para inducir el nivel de las tasas de interés, actuaron de tal forma que fijaron altas tasas de interés activas a pesar de que la inflación descendía, en tanto que las tasas pasivas se mantenían en niveles muy bajos comparadas con las tasas activas. Cabe recalcar que el crecimiento de la demanda de crédito se mantenía a pesar de que las tasas de interés activas no disminuían; lo contrario sucedía en el caso de las empresas cuya demanda de préstamos fue disminuyendo paulatinamente. Esta contracción en la demanda de crédito afectó más a los sectores agrícola e industrial provocando la desaceleración de la actividad económica y como consecuencia un lento crecimiento en el nivel de ingreso, lo que a su vez redujo el ahorro interno.

Ante esto se presentó una inestabilidad financiera, que contrajo una cartera vencida, ya que, ante las expectativas de ingresos futuros mayores, empresas y familias elevaron su demanda de crédito aprovechando el relajamiento de los requisitos por parte de la banca. Sin embargo, dichas expectativas no se cumplieron debido al efecto negativo que provocó la apertura comercial en las ventas de las empresas y, en consecuencia, en su margen de ganancias. Ello mermó la capacidad de pago de los créditos recibidos, con lo que se frenaron las nuevas inversiones de las empresas a nivel macroeconómico, se debilitó la dinámica de la acumulación de capital y la generación de nuevos empleos.

Lo que llevó a los nuevos banqueros, inexpertos y con la preocupación de recuperar pronto su inversión se encontraron con instituciones bancarias cuyos activos eran principalmente títulos gubernamentales, que ante la expansión de la captación no contaban con la experiencia para analizar la posibilidad de los proyectos de los nuevos demandantes de créditos. No obstante, con el propósito de elevar sus ganancias tomaron riesgos excesivos mediante la introducción de nuevos productos y servicios y estrategias agresivas de préstamos, que finalmente condujeron a un crecimiento riesgoso de la cartera vencida. Ante la evidente descapitalización, los bancos empezaron a recurrir al mercado interbancario para fondearse, principalmente en moneda extranjera.

La formación de expectativas positivas derivadas de la apreciación cambiaria y la drástica reducción de la inflación, que aseguraban una alta rentabilidad al capital financiero internacional, motivó a la banca a mantener la expansión del crédito e incluso, en algunos casos, se renovaron los créditos a empresas que presentaban problemas de pago y se les capitalizaron los intereses sin considerar que el lento crecimiento del producto y el empleo no aseguraban la capacidad de pago futura⁵¹. A la flexibilidad crediticia se sumaron los efectos nocivos de las prácticas seguidas por los nuevos banqueros, consistentes en otorgarse autopréstamos y préstamos cruzados entre bancos, así como el otorgamiento de créditos a la palabra entre socios y amigos de los propietarios de los bancos (créditos de complacencia).

Los signos de inestabilidad financiera generados por el crecimiento acelerado del crédito y el incremento de las tasas de interés reales por arriba de lo previsto se hicieron evidentes en 1993, sus índices apenas estaban por encima de las normas internacionales. Si bien el crecimiento real de los pasivos bancarios en 1993 fue significativo (17.6%); no obstante, para 1994 se registra un menor crecimiento (8.8%), que resultaba preocupante si consideramos que el capital también presentaba una tendencia a disminuir de una tasa de crecimiento real de 20.3 en 1993 pasa a 6.6% en 1994. Por su parte, el índice de morosidad pasó de 7.3 en 1993 a 9.0% en 1994; la relación cartera vencida/capital contable pasó de 82.7 a 143.3%. Para los mismos años, el índice provisiones/ cartera vencida se elevó de 42.2 en 1993 a 44.9% en 1994. El deterioro en estos indicadores elevó el índice de morosidad de 7.3 en 1993 a 9.0% en 1994 y 12.1% en 1995. Asimismo, el margen de utilidad disminuía de 6.9 en 1993 a 2.8 en 1994 y 0.91% en 1995 como consecuencia de la disminución de ingresos por concepto de amortización a capital e intereses de créditos. Los bancos se vieron obligados a utilizar los recursos propios para el pago de intereses de los pasivos. Aún cuando las reservas de los bancos para pérdidas iban en aumento, éstas no fueron suficientes para cubrir el monto de la cartera vencida; lo que afectó la rentabilidad de las instituciones bancarias y, por tanto, sus utilidades globales. La caída en el volumen de ventas y, en consecuencia, el margen de ganancia de las empresas, justo cuando los costos financieros se elevaron, condujo al estallamiento de la crisis de insolvencia bancaria.

⁵¹ En este sentido, la desregulación financiera no sólo permitió, sino también indujo la expansión del crédito hacia sectores que ofrecían una alta rentabilidad de corto plazo, pero riesgosa, como fue el excesivo otorgamiento de crédito a las familias para consumo personal e hipotecario sin una investigación previa sobre la capacidad y garantías de pago de los deudores.

A pesar de este deterioro, en 1993 el crédito continuó creciendo; a ello se sumó el alto financiamiento en dólares al sector privado; de representar en 1992 75.8% del financiamiento total en moneda extranjera, se incrementó a 83.3 en 1993 y 89.9% en 1994. Este comportamiento advertía la existencia de un proceso de financiamiento deficiente y disfuncional que impedía reconstruir el fondo revolvente de los bancos. En tanto que a nivel macroeconómico, la demanda agregada se estancaba y la planta productiva se deterioraba como consecuencia del incremento en las importaciones. Las bajas tasas de interés pasivas no fueron suficientes para compensar la incertidumbre y temores de perturbaciones, de tal forma que la captación de recursos bancarios se contrajo.

En 1994, ante la gravedad de los problemas de liquidez la banca comercial adoptó una estrategia defensiva de selección adversa del crédito que elevó el riesgo moral de los prestatarios; a ello se sumó la especulación financiera que condujo a un severo racionamiento del crédito a las actividades productivas y a una mala distribución del mismo. En 1995, en el momento de crearse el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) y ponerse en marcha las medidas para capitalizar a los bancos y sanear sus carteras vencidas, el financiamiento registró una tasa negativa de 37.4%; esta tendencia se mantuvo hasta 1999. La reducción en el financiamiento bancario se explica en parte por la compra de títulos del Fobaproa y la adquisición de CETES, correspondientes al intercambio de la cartera cedida a fideicomisos especiales que habían sido reestructurados en Unidades de Inversión (UDI's), pero aún restando la cartera vendida al Fobaproa y la reestructurada en UDI's, el crédito disminuyó en términos reales en más de 48% entre 1994-1997.

Desde 1990, la banca comercial tenía la obligación de realizar la calificación de su cartera crediticia y hacer las provisiones correspondientes. No obstante, la supervisión no detectó o no quiso evidenciar las irregularidades que mostro la cartera de crédito y el crecimiento acelerado de la cartera vencida de la mayoría de los bancos. A la mala evaluación y la insuficiencia en las reservas se sumaron las deficiencias derivadas de la metodología utilizada para medir la cartera vencida, la cual únicamente consideraba los pagos vencidos.

Por la insolvencia bancaria y la posición alcista de las tasas de interés, la intervención del gobierno fue necesaria para frenar los efectos especulativo - devaluatorio de la crisis bancaria. El gobierno disponía de tres opciones para enfrentar la crisis. La primera consistía en tolerar la quiebra de los bancos insolventes, limitándose a proteger los recursos de los depositantes, evitando de esta forma el riesgo sistémico que generaría pánico en los ahorradores⁵².

⁵² Aunque la experiencia histórica ha demostrado que la intervención del gobierno como prestamista de última instancia a través del Banco Central para salvar a las instituciones bancarias es necesaria si se quiere evitar una crisis sistémica.

La segunda y tercera opción implicaba el rescate de los bancos utilizando fondos públicos. Como se sabe, el gobierno optó por rescatar a los bancos preservando el derecho de los accionistas como grupo mediante un amplio programa de rescate de los bancos. Este comprendió tres etapas:

- ✓ En la primera, se atendieron los problemas de liquidez en moneda extranjera.
- ✓ En la segunda, se otorgaron incentivos para capitalizar a los bancos.
- ✓ La tercera, se crearon instrumentos e instancias para promover la reestructuración de créditos.

Estas medidas, en su conjunto, tenían como finalidad evitar la propagación y acortar la duración de la crisis, restaurar la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros, así como promover la reestructuración y capitalización de los bancos que enfrentaban problemas de liquidez⁵³. Los efectos de las mayores tasas de interés y la incertidumbre derivadas de la insolvencia bancaria se agravaron con la inestabilidad cambiaria y las presiones del servicio de la deuda externa. La combinación de estos factores dificultó el manejo de la crisis bancaria debido a la reducción y venta forzada de los activos bancarios, la contracción del crédito y el retiro masivo de fondos liquidables en moneda extranjera.

Así el alto costo económico y fiscal del rescate bancario demostró que la estabilidad financiera no es un bien gratuito y que el *prestamista de última instancia* tiene límites. Dichos límites están determinados por el bien público y la distribución de los costos según la responsabilidad. En este sentido, la expansión acelerada del crédito con la consiguiente elevación de la cartera vencida fue generada por las decisiones irresponsables de los banqueros, quienes con el propósito de recuperar en el corto plazo los recursos invertidos en la compra de los bancos omitieron realizar un análisis eficiente sobre la capacidad de pago de los solicitantes de crédito. Según información publicada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el costo fiscal del rescate bancario representó 11% del PIB en 1996, y para 1997 el porcentaje se elevó a 13.6 por ciento.

⁵³ Entre los programas que se instrumentaron se encuentran los siguientes: a) El Fobaproa; b) Financiamiento de liquidez en dólares; c) Reformas legales a la estructura de capitalización de las instituciones financieras; d) Programa de Capitalización Temporal (Procapte); e) Programa de Reestructuración de la Cartera de los Bancos en Unidades de Inversión (UDI's), f) Programa de Apoyo a Deudores (ADE), y g) Programas y medidas adicionales al fortalecimiento del paquete de Rescate Bancario. Este último paquete de programas se enfocaron a los sectores de las micro, pequeñas y medianas empresas; agricultura, pesca, ganadería y forestal; deudores hipotecarios de bajo y medio ingreso; y personas con créditos personales para la adquisición de bienes de consumo duradero y de tarjetas de crédito. En general, los apoyos adicionales a los deudores fueron el incremento en los montos de algunos programas en UDI's, la posibilidad de reestructurar los créditos en moneda extranjera, y el otorgamiento de retroactividad en tasa a las reestructuras en UDI's para la planta productiva.

2.2 MERCADOS PARTICIPANTES

Debido a la gran diversidad de funciones que se realiza en el sistema financiero, buena parte de estas se llevan a cabo a través de los mercados. Estos constituyen los canales a través de los cuales se mueven inmensos flujos de recursos, continuamente agotados por los demandantes del crédito y vueltos a llenar por los oferentes de fondos.

Existen diversas formas de clasificar el mercado financiero, sin embargo las principales las que lo dividen según criterios de plazo, apertura, orden y temporalidad.

Clasificación del mercado financiero

Criterio plazo	Mercado de dinero Mercado de capitales
Criterio apertura	Mercado abierto Mercado negociado
Criterio orden	Mercado primario Mercado secundario
Criterio de temporalidad	Mercado Spot Mercado de futuros Mercado de opciones

Mercado de dinero: Esta conformado para la captación y colocación de créditos de corto plazo. Se nutre con los ahorros generados por agentes que poseen excedentes de recursos en el corto plazo, lo cual genera una oferta de fondos que absorben agentes demandantes de crédito con necesidades de financiamiento de corto plazo. En general en el mercado de dinero se negocian instrumentos cuyo plazo de vencimiento no excede un año. Las personas físicas, las empresas, las instituciones y el gobierno proveen de recursos a este mercado de manera sistemática, fondos que son utilizados principalmente por las empresas para financiar su capital de trabajo, al gobierno sus necesidades derivadas del desfase entre el ejercicio de su gasto corriente y la percepción de impuestos, y a las personas para pagar cuentas de gasto de consumo. En algunos casos el mercado de dinero también provee de fondos a los especuladores.

El mercado de capitales: Esta conformado para proveer de créditos a largo plazo a las empresas, los particulares y el gobierno. Estos créditos son los que permiten la construcción de fábricas, centros comerciales, viviendas y obras públicas, además de hacer posible el equipamiento industrial y la adquisición de bienes de consumo durable. Quienes proveen este mercado de los fondos necesarios son las personas y las empresas que poseen recursos monetarios que no van a utilizarse en el corto plazo. El tipo de instrumentos que se negocian en el mercado de capitales son por lo general los que poseen un periodo de vencimiento mayor a un año.

De acuerdo con el criterio de apertura, los mercados financieros pueden ser abiertos o negociados. El mercado abierto se caracteriza por la venta de instrumentos financieros al mejor postor, a través de subastas realizadas por instituciones autorizadas. En general la colocación de bonos que representan deuda gubernamental se realiza en el mercado abierto, en subastas organizadas por la banca central, a su vez la banca comercial y otros intermediarios tiene capacidad para colocar estas emisiones entre el publico no bancario, también a través de subasta al mejor postor.

Los mercados negociados, por su parte, transfieren recursos financieros entre un grupo reducido y a veces predeterminado de usuarios. Los créditos prendarios y los otorgados a través de fideicomisos son de este tipo, ya que implican requisitos que no todo el publico satisface, los que están restringidos a ciertos usuarios. También ocurre cierta emisión de acciones por parte de las empresas se destina a ser colocada entre un grupo de inversionistas ya predeterminado, a través de un contrato previo.

De acuerdo al criterio de orden, los mercados financieros se dividen en mercado primario y secundario⁵⁴.

Mercado primario: Es aquel en el que se colocan instrumentos nuevos, emitidos para financiar deuda nueva o proyectos nuevos de inversión. Como la colocación de acciones o papel comercial emitidos por algunas empresas, para financiar la ampliación de sus instalaciones o renovar su maquinaria y equipos se lleva acabo en el mercado primario.

⁵⁴ Sin embargo ambos mercados están interconectados. El aumento en el precio de las acciones ocurrida en el mercado secundario tiende a afectar en el mismo sentido a las acciones colocadas en el mercado primario y viceversa. Esto ocurre por que los inversionistas cambian con facilidad de un mercado a otro con lo que crean una especie de arbitraje que hace eficiente al mercado en general.

El mercado secundario: Sirve para intercambiar instrumentos ya colocados con anterioridad. Su función principal consiste en brindar la opción de que los inversionistas puedan liquidar anticipadamente sus instrumentos, a fin de contar con liquidez cuando esta es necesaria, este mercado permite a los agentes ajustar sus carteras de inversión financiera a fin de maximizar sus rendimientos, por lo general el volumen de recursos colocado en el mercado secundario es mayor al volumen del mercado primario, además de que los recursos operados en el secundario no respaldan el aumento de la inversión.

Según el criterio de temporalidad:

- Mercado spot: es en el cual se compran y se venden instrumentos financieros para entrega inmediata al precio vigente en el momento de la transacción. No se cierra al mercado financiero, ya que existe el mercado spot para la compra – venta de materias primas, tanto a nivel nacional como internacional.
- Mercado de futuros: permite transacciones que implican entrega futura de los activos negociados, de forma que al cerrar las transacciones se establece el precio a futuro de los instrumentos negociados. La finalidad de este mercado consiste en abatir el riesgo de mercado que implica una transacción de este tipo, por lo que es conveniente para el vendedor como para el comprador establecer un precio que garantice el monto de una futura transacción. Como en el caso del mercado spot, también existen mercados de futuros para mercancías, en especial materias primas.
- Mercado financieros de opciones: ofrecen a los inversionistas la oportunidad de abatir el riesgo de mercado, que implica fluctuaciones en los precios de los instrumentos. Esta reducción del riesgo se logra a través de contratos que se establecen entre compradores y vendedores, en los cuales acuerdan varios precios, vigentes durante un periodo, para cierto tipo de instrumento. También se establecen las condiciones sobre las cuales se puede llevar a cabo la transacción, según la evolución del mercado de forma que tanto el comprador como el vendedor sean beneficiados, lo que abata riesgos.

Es importante reconocer que si el mercado financiero puede clasificarse y dividirse en mercados de distinto tipo, el mercado es uno y cualquier acontecimiento que ocurra en algunos de los segmentos afectara en distinto grado al resto de este. Esto implica que cuando el precio y la tasa de interés o rendimiento de algún instrumento se modifican en algún segmento, este cambio necesariamente afecta no solo a dicho instrumento, sino al conjunto de ellos negociados en todos los segmentos del mercado.

Los factores que en general relacionan los segmentos del mercado financiero son las propias operaciones de crédito, la especulación, el arbitraje y la eficiencia del mercado en su conjunto. Es común que personas o empresas que buscan financiamiento acudan a las fuentes más baratas. Inclusive para el financiamiento de un proyecto a largo plazo, los usuarios del crédito pueden acudir al mercado de dinero, si es que la tasa de interés que cobra resulta más atractiva con relación a la que cobra el mercado de capitales. Esto es posible dado que el usuario retarda su crédito a plazos largos, sin tener que recurrir al mercado de capitales. Ante la mayor demanda de crédito en el mercado de dinero, es posible que la tasa de interés vigente tienda a subir lo cual hace más atractivo el mercado de capitales, de esta forma la tasa de interés en ambos mercados tendera a converger.

La función de los especuladores también contribuye a unificar el mercado financiero. En su intensa búsqueda por obtener utilidades extraordinarias, los especuladores se adelantan a los movimientos del mercado, con lo que esperan ganancias derivadas tanto de los cambios en la tasa de interés como en los precios de los instrumentos, al comprar lo que esperan que su precio baje y al vender los que esperan que su precio baje, contribuyen a linear los precios de los distintos instrumentos. Función muy parecida ejerce el proceso de arbitraje, que es el equivalente a la especulación, pero ocurre entre mercados ubicados en distintas plazas, incluyendo países. El mercado financiero se ha globalizado a tal grado que los inversionistas están en capacidad de transferir fondos de una ciudad a otra, o de un país a otro con extraordinaria rapidez, este proceso tiende a hacer converger los precios de los instrumentos no sólo a nivel nacional sino internacional.

Mencionamos que el mercado financiero tiende a unificarse debido a que es particularmente eficiente, esto significa que se asemeja o acerca al conocido modelo de competencia perfectas, al referirse a que la información de los precios de los diversos instrumentos están disponibles a compradores y vendedores a muy bajo costo. Existen en general interferencias y restricciones poco importantes de parte de las autoridades, lo hace prevalecer las fuerzas de la competencia como determinantes en el proceso de fijación de los precios, inclusive, en los mercados más grandes, los inversionistas mayores no lo son tanto como para ejercer poder oligopolio dentro de los mismos. En mercados más pequeños, este poder puede existir, aunque su acción es más bien limitada. Una de las características más importantes de los mercados financieros en la actualidad es su tendencia hacia la globalización en virtud de que las comunicaciones hacen posible la compra y venta de activos financieros a nivel mundial, desde prácticamente cualquier parte del mundo, sin embargo esto a llevado a la unificación de los mercados al hacerlos más competitivos

y armonizados, pero a la vez aumenta la competencia entre los agentes compradores y vendedores, así como incrementa tanto los beneficios posibles como los riesgos. También tiende a favorecer la fusión de instituciones financieras, a fin de hacerlas más fuertes tanto a nivel nacional como internacional, promueve la innovación de los instrumentos y los sistemas de operación, e incrementar la conciencia de los agentes sobre la mayor sofisticación de los instrumentos y las operaciones financieras.

2.2.1 REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero mexicano esta regulado por:

- Organismos reguladores y de vigilancia: son la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, la Comisión Nacional de Valores y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a través de la Dirección General de Crédito adscrita a la Subsecretaría del ramo. La Comisión Bancaria y de Seguros posee la dirección superior de las labores de inspección y vigilancia de las instituciones de crédito auxiliares y de seguros, las que están facultadas para dictar reglas, instrucciones, medidas y resoluciones en los asuntos de su competencia, además de llevar acabo las labores de inspección y vigilancia de las instituciones de crédito auxiliares e instituciones de seguros, a fin de que las mismas cumplan debidamente con las prevenciones legales a que están. Otra de sus funciones es la de un servicio de auditoria para la revisión de las posiciones diarias de los bancos y aseguradoras, a sí como facultades para revisar y autorizar los estados contables mensuales para su publicación. Por su parte la Comisión Nacional de Valores es el organismo encargado de regular el mercado de valores a través de las siguientes facultades: vigilar e inspeccionar a agentes de bolsa y emisores de valores, al autorizar la emisión y colocación de instrumentos financieros en el mercado. Por su parte, la Dirección de Crédito de la Secretaría de Hacienda tiene que ver que la supervisión y vigilancia en todas las operaciones en que se haga uso del crédito público, además que la secretaría es informada tanto por la Comisión Bancaria como por la de Valores sobre el estado que guarda el sistema financiero en el país, y toma las decisiones de última instancia.

- La banca central esta representada dentro del sistema financiero mexicano por le Banco de México, que tiene la función primordial de regular la emisión y circulación de la moneda, el crédito y los cambios. A esta, se agregan la de ser centro de apoyo del sistema general de crédito, al actuar como agente financiero del gobierno federal y asesor de este en materia económica y financiera, así como representar al país ante el Fondo Monetario Internacional y ante otros organismos de cooperación financiera internacional o de agrupación de bancos centrales.

- Banca Comercial, Banca de Desarrollo y Organismos Auxiliares: el servicio de banca general consiste en la captación de recursos en el mercado nacional para su colocación entre el público, mediante actos causantes de pasivo directo o contingente, al quedar el intermediario obligado a cubrir el principal y en su caso los accesorios financieros de los recursos captados. El servicio bancario en México es prestado en sentido amplio, por un conjunto de instituciones que se clasifican en banca comercial, banca de desarrollo opera como banca de segundo piso, lo que implica que no capta recursos directamente del público, sino que se provee a través de la propia banca comercial y a veces de recursos del gobierno federal. Junto con los fideicomisos, se encarga de canalizar crédito preferencial hacia actividades que se consideran prioritarias. Los organismos auxiliares, por su parte están representados por loa almacenes generales de depósito, las empresas de factoraje, las arrendadoras financieras, las uniones de crédito, las casas de cambio y las cámaras de compensación, con funciones especiales asignadas a cada uno.

- Intermediarios Financiero no Bancarios, Proveedores de Servicios Financieros y Organismos de apoyo: este último sector esta representado por la bolsa de valores, los agentes de valores, las casas de bolsa, las sociedades de inversión, las compañías de seguros, las compañías de fianza, las sociedades financieras de responsabilidad limitada (SOFOLES), las asociaciones para administración de fondos de retiro (AFORES) y organismos de apoyo como el instituto para el deposito de valores (INDEVAL), el instituto mexicano del mercado de capitales (INMEC), la asociación mexicana de casas de bolsa (AMCB) y la calificadora de valores. La función de estas instituciones es diversa, al ser principalmente la prestación de servicios financieros que no provee el sistema bancario ni sus organismos auxiliares.

La ley permite la creación de grupos financieros que agrupan varias empresas de servicios de esta naturaleza. No todos los tipos de instituciones que se han propuesto están autorizadas a pertenecer a un grupo financiero. Las que si están autorizadas son:

- Banca comercial
- Almacenes generales de depósito
- Empresas de factoraje
- Arrendadoras financieras
- Casas de cambio
- Compañías de seguros
- Compañías fianzas
- Casas de bolsa
- Sociedades de inversión

2.3 DECISIONES Y NECESIDADES FINANICERAS

Empezar a ahorrar o a invertir varía de acuerdo con las necesidades y los objetivos particulares, aunque siempre se deberán buscar opciones de inversión que permitan, por lo menos mantener el poder adquisitivo y siempre obtener ganancias del mismo. Por lo que al preservar el dinero y hacerlo crecer se logra seleccionando esquemas u opciones de inversiones adecuadas. Es decir, habrá que formar un portafolio de inversión a nuestra medida y capacidad.

Los procesos o decisiones financieras de pedir prestado o prestar recursos son fundamentalmente decisiones de carácter intertemporal. El primero implica utilizar recursos futuros en el gasto corriente, el segundo es lo inverso, que implica posponer la utilización de recursos ya que dispone, para su uso futuro. Ambas decisiones implican una transferencia intertemporal de recursos, del futuro al presente en el caso de pedir prestado o del presente al futuro en el caso de otorgar un crédito.

Una forma de aproximar la decisión a ahorrar es como sigue:

Si un individuo recibe una corriente de ingreso a través del tiempo, que es producto de su participación laboral y/o en el capital de las empresas, con lo cual enfrenta cuatro posibles decisiones en cuanto a la utilización de esos ingresos:

- a. Gastar la totalidad de sus ingresos conforme los va recibiendo.
- b. Gastar solo una parte de su ingreso corriente y ahorrar el resto.
- c. gastar más de la totalidad de su ingreso corriente, y obtener recursos adicionales a través del crédito.
- d. Ahorrar la totalidad de su ingreso corriente, y posponer el consumo para el futuro.

En ausencia de un mercado financiero, los agentes económicos tienen pocas posibilidades de optar por la opción c, al tiempo que las opciones b y d no le ofrecen ninguna compensación por el sacrificio que implica posponer el consumo para el futuro.

Es oportuno señalar que ante la ausencia de una compensación que estimule el ahorro, éste puede no ser suficiente para cubrir los requerimientos de inversión que requiere una sociedad económica para mantener en funcionamiento el stock de capital y para acrecentarlo. Los individuos pueden buscar una compensación a través del financiamiento directo a las empresas o a otros individuos, con lo que debe asumir los riesgos que implica este tipo de operaciones, por lo tanto se dice que el ahorro y el consumo dependen no solo del ingreso presente, sino de también del ingreso futuro y de la tasa de interés.

Además podemos llamar a estos últimos como riqueza o patrimonio, lo cual permite afirmar que el consumo y el ahorro dependen de la riqueza del individuo y de la tasa de interés.

En principio se puede afirmar que el ahorro y en consecuencia la disponibilidad de recursos en el sistema financiero dependen de la riqueza de la sociedad y de la tasa de interés, sin embargo cabe aclarar que el efecto de la tasa de interés sobre el ahorro es impreciso.

2.3.1 DECISIÓN A INVERTIR

Las decisiones que toman las empresas en relación con acumular activos financieros o a invertirlos en activos reales explican también el origen y destino del flujo de recursos que nutre al sistema financiero.

Una empresa decide invertir en un proyecto productivo al analizar el concepto conocido como valor presente del ingreso esperado de la inversión, que fue lo que Keynes llamó eficacia marginal del capital. Este cálculo implica conocer el valor presente de los ingresos futuros que producirá la nueva inversión, al descontar la tasa de interés comparado con el costo del proyecto. Como lo indica la siguiente formula:

ECUACIÓN 1.1 VALOR PRESENTE

$$PDV_t = -C + R_t + \frac{R_{t+1}}{(1+r)} + \frac{R_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{R_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots + \frac{R_{tn}}{(1+r)^n}$$

En caso que $\sum_1^n \frac{R_{tn}}{(1+r)^n}$ sea mayor a C_t , la empresa decide llevar acabo la nueva inversión; si el valor presente es menor al costo, el proyecto no resulta viable y se cancela, el valor presente de los ingresos esperados se le descuenta la tasa de interés, debido a que ya sea el proyecto se financie con recursos propios o mediante recursos prestados, el interés que se deja de recibir, en el primer caso, o el que se tiene que pagar, en el segundo caso, debe ser descontado del ingreso esperado.

El objetivo de una empresa es el maximizar las utilidades provenientes de su operación, esas utilidades que son propiedad de los dueños de las empresas, pueden repartirse para ser consumidas o ahorradas por quienes las devengan o bien reinvertidas en bienes de producción, a fin de aumentar la capacidad productiva de la empresa. Para explicar la decisión de la empresa entre repartir utilidades o invertirlas se usa el mismo criterio para explicar el ahorro de los consumidores: la decisión a invertir depende de las combinaciones posibles entre el consumo y la inversión de los dueños de la empresa, de forma que maximicen su utilidad en un horizonte temporal.

Necesidades financieras de las empresas:

- ❖ **Financiamiento del capital de trabajo:** toda empresa necesita un adecuado flujo de efectivo (o flujo de caja) para enfrentar los gastos diarios que implica el proceso de producción o prestación de servicios asociados a su actividad. Como la adquisición de materias primas, el pago de sueldos y salarios de los trabajadores, el pago de prestaciones a los mismos, el pago de sueldos y salarios de los trabajadores, el pago de prestaciones a los mismos, el pago de gastos de venta, el pago de renta de espacios, y los gastos de publicidad implican reparticiones sistemáticas que toda empresa debe enfrentar. El crédito es importante por que es común que el flujo de recursos provenientes de la venta de sus productos o servicios no coincida con su flujo de gastos, en consecuencia la disponibilidad de crédito le permite operar eficientemente al cubrir desfases existentes entre su flujo de ingresos y sus necesidades de gasto.
- ❖ **Financiamiento de la inversión en el capital productivo:** si toda empresa encuentra ventajoso aumentar su capacidad productiva (maquinaria, equipo e instalaciones) siempre que el valor presente de los ingresos esperados por una inversión sea mayor al costo de la misma, sin embargo es común que las empresas contemplen oportunidades de inversión y carezcan de los recursos financieros suficientes para llevarlas acabo. En estas condiciones, la disponibilidad de crédito les permite realizar la inversión, desde el punto de vista económico, esto es deseable ya que no solo aumenta las utilidades de la empresa, sino que también el aumento de la producción, el consumo y el empleo, lo cual es generalmente deseable. Una falta de crédito implicaría deseconomizar que redundan en una utilización inadecuada de los recursos productivos.
- ❖ **Financiamiento del crédito de proveedores:** a fin de incrementar las ventas y de este modo lograr una mayor producción y utilidades, es común que las empresas ofrezcan crédito a sus clientes, como un servicio adicional para atraerlos, sin embargo el otorgar este crédito con cargo a los propios recursos de la empresa puede ser muy pesado, este proceso se lleva mediante la contratación de créditos en el sistema financiero, con cargo a sus propios clientes, lo cual hace esta operación factible.
- ❖ **Opciones de inversión financiera adecuada:** el sistema financiero debe ofrecer una gama de opciones para que las empresas inviertan sus utilidades no repartidas, a fin de ir construyendo un fondo que sirva de base para financiar sus futuros programas de inversión física.

Necesidades financieras del gobierno: como en el caso de las empresas, el gobierno tanto a nivel federal, estatal o municipal enfrenta necesidades de crédito, producto del desfase existente entre el cobro de los impuestos y los gastos, tanto de la administración pública como la prestación y ampliación de servicios públicos. Ante la ausencia de mecanismos crediticios adecuados, el gobierno se vería seriamente limitado para cumplir su función.

Necesidades financieras de las personas: la existencia de un sistema financiero permite a las personas maximizar su utilidad producto de sus ingresos presentes y futuros, al poder combinar el crédito y el ahorro para su mayor utilidad en el horizonte temporal que ocupa la vida de las personas. Para cumplir con este propósito, el sistema financiero debe ofrecer al público los siguientes servicios:

1. Opciones adecuadas de ahorro e inversión financiera a fin de que las personas de acuerdo al nivel de sus recursos y necesidades, provean al sistema financiero de los recursos que necesita para operar.
2. Crédito al consumo de bienes no durables y servicios.
3. Crédito para la adquisición de bienes durables.
4. Crédito para la adquisición de vivienda.
5. Programas de ahorro para el retiro.
6. Servicios de seguros de vida y de propiedad.
7. Programas de aseguramiento para gastos médicos.

La existencia de un sistema financiero aumenta la posibilidad a consumidores, ahorradores y empresas de beneficiarse al maximizar la utilización a través del tiempo, de sus recursos monetarios y poder anticipar o posponer sus gastos en relación con la recepción de sus ingresos, lo que aumenta los beneficios monetarios y no monetarios de esa asignación intertemporal de recursos.

Una empresa puede desear emitir títulos u obtener préstamos a largo plazo que por su propia naturaleza tienden a ser negativamente riesgosos y de una liquidez limitada, mientras que los ahorradores confieren alto valor a la seguridad y la liquidez, por lo que comprarían o mantendrían los títulos o créditos mencionados, sólo si fueran compensados con un elevado rendimiento.

Un intermediario financiero puede resolver el problema al comprar dichos títulos de sus emisores o al conceder préstamos a los demandantes de crédito y a través de la integración de estos activos a otros, crear obligaciones financieras a su cargo que se ajusten a las preferencias de los referidos ahorradores.

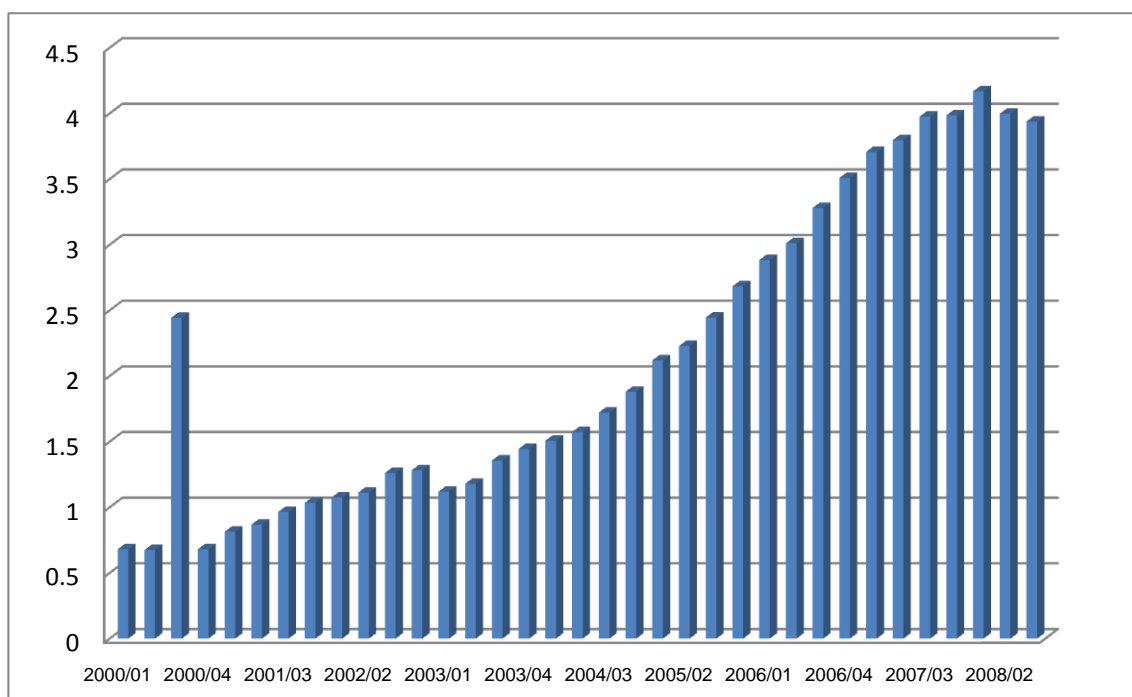
De esta manera la existencia de los intermediarios financieros propicia un flujo más eficiente de fondos, de los ahorradores a los usuarios de crédito, es conveniente señalar que fuera del sistema puede existir intermediación directa entre agentes económicos, pero resulta necesariamente riesgoso tanto para el deudor como para el acreedor, en virtud de que no existe un sistema que los proteja de los riesgos fundamentales de la intermediación financiera, como el riesgo de incumplimiento y el riesgo de mercado.

Por lo tanto podemos expresar que la contribución económica y social del sistema financiero consiste en servir de intermediarios entre los ahorradores y los demandantes de crédito, al conciliar los diversos intereses de ambos grupos y abatir los riesgos de la intermediación.

Los mercados financieros contribuyen a aumentar el nivel de la actividad económica a través del llamado *efecto de intermediación*, contribuye a mejorar o aumentar el bienestar de los agentes (tanto usuarios como oferentes del crédito) dado la mayor utilidad que puede generar a partir de un monto determinado de recursos. Al usuario le permite realizar el gasto de consumo o inversión real que de otra manera no hubiera podido realizar, al oferente del crédito le permite obtener un rendimiento por los recursos monetarios que no está utilizando, y que no obtuviera en ausencia de un sistema financiero, a menos que enfrentara riesgos muy altos.

Cada vez que un usuario de crédito utiliza los fondos canalizados a través del sistema financiero, y que de otra forma no se habrían utilizado, se incrementa el gasto de la economía que significa un aumento en la producción y empleo, dando lugar al efecto intermediación. Como se puede observar en la grafica 1.1

Gráfica 1.1 Proporción del crédito al consumo del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y la CNBV

El crédito como el PIB ha tenido variaciones similares pues su coeficiente de correlación, que mide la relación entre dos variables es de 94.4 por ciento, lo que significa que se mueven en la misma dirección y están fuertemente relacionadas.

2.3.2 NATURALEZA DEL RIESGO FINANCIERO

El principal obstáculo para el desarrollo de un sistema financiero consiste en el riesgo que toda operación de esta naturaleza implica, tanto para el ahorrador y el intermediario, como para el usuario. Existen dos tipos de riesgo financiero: el riesgo de incumplimiento, que se deriva de la posibilidad de que el deudor no cumpla con todas o algunas de las condiciones acordadas en el contrato de crédito, y riesgo de mercado, que consiste en la posibilidad de que un contrato pierda valor y a su vencimiento se cotice por debajo del valor inicial. A continuación veremos cada uno de ellos.

Riesgo de incumplimiento

El riesgo sistémico se puede entender con la ayuda de la distribución binominal, que es un instrumento estadístico que permite conocer la probabilidad teórica asociada a un evento o grupo de eventos relacionados con una variable aleatoria:

ECUACIÓN 1.2 DISTRIBUCIÓN BINOMINAL

$$f(x) = \binom{n}{x} p^x q^{n-x}$$

Donde:

p = probabilidad de un crédito incobrable

q = probabilidad de un crédito cobrable

n = número total de créditos otorgados

x = número de créditos incobrables

Las instituciones financieras están en condiciones de asignar valores tanto a **p** como a **q** con base en sus estadísticas de crédito otorgado, la forma de abatir pérdidas económicas derivadas del riesgo de incumplimiento consiste en aumentar el número de créditos, al tomar en cuenta los siguientes criterios:

- La posibilidad de una pérdida total de los créditos otorgados se reduce en al medida que se aumenta el número de créditos.
- La posibilidad de que ningún crédito se torne incobrable también disminuye a medida que n aumenta.
- La densidad de la distribución alrededor de la medida aumenta junto con el número de créditos otorgados.

En base en lo anterior, una institución financiera puede evaluar para de determinar préstamos otorgados, créditos incobrables, calcular la pérdida financiera asociada a las cuantas incobrables y al relacionarlas con los montos de crédito otorgados en esos casos se aproxima el monto esperado de las cuentas incobrables⁵⁵.

⁵⁵ Estas condiciones, hacen que la pérdida total sea prácticamente improbable.

Una vez hecha esa estimación, la pérdida esperada de los créditos incobrables se reparte proporcionalmente entre los créditos cobrables, con lo que se evita pérdidas tanto para el ahorrador como para el intermediario, normalmente son los usuarios del crédito los que pagan los créditos incobrables lo que aumenta el costo de la intermediación pero abate el costo del incumplimiento⁵⁶. El punto esencial para abatir el riesgo de incumplimiento es entonces el otorgamiento de un número grande de créditos, es decir diversificación de clientes, lo que implica que el capital prestado debe ser grande, lo anterior hace que solo las instituciones financieras puedan contar con fondos prestables necesarios para garantizar este requerimiento.

Riesgo de Mercado

Este riesgo esta asociado con las eventualidades que surgen en el mercado financiero, desde el momento en que un instrumento es adquirido en el mercado primario hasta su vencimiento, eventualidades que pueden afectar el valor de dicho instrumento.

Existen dos tipos de riesgo de mercado: riesgo sistemático, es el que afecta en la misma proporción a todos los instrumentos financieros y el riesgo no sistemático, el cual afecta únicamente a cierto tipo de instrumentos. El riesgo sistemático deriva de los cambios en la tasa de interés líderes, como la tasa de descuento, las tasas bancarias pasivas o las tasas de instrumentos gubernamentales claves (como el Cete), a sí como los cambios en la tasa de inflación o del monto de una depreciación cambiaria, esto implica que el riesgo sistemático depende de la política económica. El riesgo no sistemático se deriva de las condiciones prevalecientes en el mercado secundario y esta asociado generalmente a la situación financiera de la empresa o institución que los emitió, a sí como al comportamiento del mercado.

La estrategia recomendada para abatir el riesgo de mercado es la diversificación de cartera, lo que permite minimizar el riesgo no sistemático. El sistemático es más difícil de abatir, al ser recomendable ante expectativas negativas en la economía el integrar instrumentos denominados en moneda extranjera a fin de compensar posibles pérdidas derivadas de factores sistemáticos, como podrían ser la inflación y la depreciación cambiaria.

⁵⁶ En ausencia de intermediarios financieros, el riesgo asociado a cualquier crédito implicaría necesariamente un costo tan alto por la imposibilidad de diversificar, que se convertiría en un obstáculo para la intermediación.

Se admite que el abatimiento de este tipo de riesgo es posible mediante la diversificación de cartera, a sí como el manejo de grandes capitales, a fin de lograr una óptima diversificación. A los capitales pequeños les es más difícil diversificarse, lo que implica que son las instituciones financieras las más capaces de garantizar protección para este riesgo, dados los grandes montos que manejan. Ante posibles errores de política económica, es posible que el descontrol del riesgo de mercado agrave el riesgo de incumplimiento, lo que pone de manifiesto la gran responsabilidad de los responsables de la política económica en cuanto a la estabilidad del sistema financiero. Este ha sufrido profundas modificaciones, siendo el efecto más notorio la conformación de la estructura financiera basada en el mercado de capitales que descansa sobre el comercio (temporal y/o definitivo) de bonos financieros, derivados y prácticas de bursatilización, donde ocupan un lugar central los inversionistas institucionales. Esta organización financiera desplazó a la estructura basada en el mercado de créditos, cuyo actor fundamental fue la banca comercial que, junto a los créditos de largo plazo, fue el mecanismo principal de financiamiento de los países industriales exitosos y, de algunos países en desarrollo con mercados de capitales relativamente débiles.

En la actualidad domina la estructura financiera basada en el mercado de capitales, en donde no hay consenso que sea una fuente relevante en el financiamiento de la inversión, en tanto dicha actividad genera su propio financiamiento con base en ganancias retenidas de períodos pasados que se constituyen en fondos internos (ahorro) y, además se señala que el mercado de capitales es un espacio de especulación. En este contexto se postula que, en el mejor de los casos, el mercado de capitales sólo equilibra las hojas de balance de las empresas y corporaciones, generándose un consenso (especialmente entre los economistas heterodoxos y los agentes financieros)⁵⁷.

Por lo cual el efecto inmediato del funcionamiento del mercado de capitales y, del incremento de las ganancias financieras ha sido reducir el gasto de inversión. Sin embargo, es en la conformación de portafolios financieros donde tienen acceso las familias, lo cual generó un efecto riqueza con un impacto expansivo sobre la demanda final, específicamente sobre los bienes de consumo duraderos (automóviles, construcción y, en general, bienes suntuarios) reduciendo la temporalidad y la profundidad de las recesiones industriales, por un lado, las crecientes ganancias financieras provocan una reducción en el gasto de la inversión ampliando la brecha con los países industriales y, por otro, incrementan la demanda de bienes de consumo (duradero y no duradero), lo cual en países en desarrollo tiene un impacto

⁵⁷ El objetivo de este espacio es modificar la distribución del ingreso en favor de los dueños de capital y, tiene un efecto perverso en las economías en desarrollo que requieren acelerar la ampliación de la capacidad instalada para crear mayores y mejores empleos.

menor debido a la desindustrialización y la distorsión de los precios (sobreevaluación del peso).

Al darse sucesos internacionales, como el desarrollo del euromercado, los desequilibrios comerciales externos de carácter estructural entre los países industriales (Estados Unidos, Alemania y Japón), los crecientes ingresos petroleros de los países en desarrollo depositados en países desarrollados con recesión económica provocaron un gran movimiento de capitales en busca de ganancias financieras que desregularon las prácticas bancarias y conformaron un solo mercado financiero mundial modificando las estructuras financieras. Este nuevo entorno incrementó la actividad del mercado de capitales en países desarrollados y en desarrollo; lo cual fortaleció la estructura financiera dominante de los países anglosajones, aunque se diferenciaron de la estructura anglosajona original, por estar desligados del financiamiento del desarrollo. A su vez, los bancos comerciales dejaron de ser el principal motor del financiamiento de la economía y, específicamente se contrajo el financiamiento hacia la actividad productiva. De hecho, aparecieron nuevas instituciones financieras bancarias y especialmente no bancarias para captar las crecientes ganancias.

Podemos señalar que la nueva estructura financiera se ha distinguido por tener una mayor emisión y circulación de títulos financieros, cuyo objetivo es apropiarse de una participación creciente de las ganancias totales, lo que llevo a una diversificación de las instituciones financieras no bancarias y bancarias. Este cambio requirió una serie de modificaciones institucionales, destacándose cinco que abordaremos a continuación:

- 1) El sector financiero se desreguló sustituyendo la intervención directa del gobierno en las instituciones financieras (encaje legal, canalización selectiva de créditos, topes a la tasa de interés pasiva, etcétera) por el control indirecto del crédito interno neto vía emisión de títulos gubernamentales negociables (de renta fija) que fue la base de la activación de los mercados financieros en países en desarrollo. Ello provocó que el sector público fuera la fuente de generación de mayores ganancias financieras. Otra fuente importante de la circulación de títulos fue la privatización de las grandes empresas públicas que se convirtieron en sociedades anónimas que emitieron títulos para financiar el traspaso hacia el sector privado y, a su vez, se crearon grandes departamentos de tesorería para captar ganancias financieras provenientes de las nuevas actividades del mercado financiero. En este contexto, también debe señalarse que las nuevas formas de intervención del gobierno (principalmente programas de rescate) se hicieron mediante la emisión de títulos financieros.
- 2) La modificación del tamaño del gasto público y sus formas de financiamiento. Por un lado, especialmente en los países en desarrollo se dejó de usar al déficit público como herramienta contra-cíclica y, como medio para abatir el subdesarrollo económico, en tanto el gasto público fue considerado ineficiente y, el déficit público fue calificado como fuente de presiones inflacionarias. En este contexto, descendió el

gasto corriente y marcadamente, el gasto en capital (se desploma la inversión pública). Adicionalmente, se redujo el crédito de la Banca Central y comercial al sector público (gobierno, estados, municipios y empresas públicas) y dominó la emisión de títulos que no sólo han tenido como objetivo fondear al gasto público, sino también estabilizar los precios básicos (tasa de interés y tipo de cambio). Ello obligó a la Banca Central a atraer grandes montos de capital externo, lo cual forzó a la autoridad monetaria a realizar operaciones en el mercado doméstico (operaciones de mercado abierto, (definitivos y temporales) para fortalecer los precios básicos. Este cambio institucional provocó gastos públicos por esterilización del capital externo que, posteriormente, fueron la fuente para la conformación de las reservas internacionales; y por otro lado, generó fuertes pagos de ganancias financieras que provocaron un creciente déficit financiero público.

Como resultado de este cambio institucional la banca comercial perdió uno de sus clientes más solventes (por definición el gobierno es el agente más solvente porque difícilmente está sujeto a la bancarrota) y, a la par, abrió diversas alternativas de operación para las instituciones financieras bancarias y no bancarias que han generado fuertes ganancias financieras (comercio con títulos de renta fija, libres de riesgo).

- 3) La privatización de los servicios públicos, amplió y diversificó las inversiones institucionales. El traslado del sistema de pensiones desde un sistema de reparto hacia uno de contribuciones directas, así como la reducción del gasto público en salud, educación y, en general, servicios básicos, incentivó la aparición de una serie de instituciones financieras no bancarias como los fondos de pensiones e instituciones dedicadas a los seguros (de vida, gastos médicos mayores, etcétera) que fueron una fuente importante de mayor demanda de los títulos financieros para valorizar el capital.
- 4) El incremento de la volatilidad de los precios, por consiguiente, se crearon instrumentos financieros destinados a reducir los riesgos privados que anteriormente eran asumidos por el sector público. La desregulación del movimiento de capitales modificó la estructura del tipo de cambio, volviéndose altamente flexible y, a su vez, incrementó la volatilidad de la tasa de interés, en tanto se utilizó como un instrumento para estabilizar el tipo de cambio. En el período de regulación, el movimiento de capitales se realizaba entre gobiernos, por consiguiente cualquier movimiento de la tasa de interés y el tipo de cambio fue asumido por dichas entidades. Adicionalmente, tuvo lugar un fuerte movimiento de los precios de los *comodities*, por un lado dejaron de ser producidos por el sector público y por otro, los países productores se organizaron en *carteles* para determinar sus precios.

A su vez, la profundización del mercado financiero permitió el desarrollo de una serie de prácticas de bursatilización, cuyo objetivo es adelantar liquidez de títulos no líquidos, que modificaron el funcionamiento de los bancos y la base de creación de dinero (créditos).

- 5) La práctica generalizada de la bursatilización, generó la apertura del mercado de capitales con el objetivo de atraer el ahorro externo que debería complementar el ahorro interno y, de esa manera incrementar el ahorro total y financiar la producción, especialmente la acumulación. El movimiento de capital externo efectivamente incrementó la emisión de los títulos, e incluso activó el mercado de capitales, provocando un aumento generalizado del índice de precios y cotizaciones. Incluso la inversión extranjera directa (IED) dominante después de las crisis de la década de 1990, se asoció a la compra de activos existentes en vez de la creación de nuevas industrias. Esto atrajo a los inversionistas financieros extranjeros que trabajaron en conjunto o, más bien, absorbieron a los domésticos.

Las nuevas prácticas de las instituciones financieras junto con una creciente emisión y circulación financiera amplió la conformación de los portafolios financieros que, por un lado provocó un aumento de la participación de títulos de renta fija gubernamentales provenientes de agentes libres de riesgo que garantizaron mínimos de rentabilidad a los portafolios y, por otro, diversificaron los títulos privados, destacándose los derivados⁵⁸ y los títulos bursátiles⁵⁹.

Específicamente, estos instrumentos son fuente de altas ganancias financieras mientras las apuestas sobre las predicciones sobre el futuro observen una tendencia alcista. Adicionalmente, estos instrumentos generan ingresos por pago de servicios y comisiones a los intermediarios financieros, especialmente a la banca. Ello provoca una sobre-capitalización en las corporaciones (financieras y no financieras) generando un incremento en el grado de apalancamiento y riesgo, desligados de gastos de producción e inversión.

Otra actividad importante, del nuevo entorno institucional es la bursatilización masiva de títulos, que permite a las corporaciones financieras (bancarias y no bancarias) y, no financieras, administrar sus activos, lo cual implica venderlos antes que maduren. Esta práctica se realiza mediante un proceso de “financiamiento estructurado” que supone concentrar activos con semejantes flujos de liquidez y “empacarlos” en vehículos financieros que se venden a los inversionistas institucionales.

⁵⁸ Los derivados son instrumentos financieros que están en función de la evolución y las expectativas de las variaciones de precios de sus subyacentes que pueden ser de cualquier naturaleza (como tasa de interés, inflación –índice de precios al consumidor, tipos de cambios, índice de precio y cotizaciones, precios de commodities, petróleo, gas, todo tipo de frutas, café, etcétera).

⁵⁹ Estos instrumentos financieros se realizan mediante contratos; donde se estipula el precio y las desviaciones, y puede generar penalidades o ganancias financieras que incrementa del riesgo global, asimismo el predominio de una corriente de opinión puede incrementar la fragilidad financiera del conjunto de la economía.

Esta práctica permite trasladar los activos bursatilizados⁶⁰ a asientos fuera del balance. Las instituciones financieras (especialmente bancarias) suponen que esta práctica reduce el riesgo de bancarrota, en caso de impago de los compromisos financieros pendientes; pero, la realidad ha mostrado que estas prácticas, han estado lejos de reducir el riesgo sistémico como lo demuestra la actual crisis hipotecaria estadounidense y europea.

Este tipo de operaciones diversificó la estructura financiera, apareciendo los non-bank banks, y desarrollándose instituciones financieras no bancarias, como los fondos de pensiones, bancos de inversión, casas de bolsa, etcétera; que distribuyeron los activos (créditos) que producen los bancos y, a su vez, permitieron a éstos seguir emitiendo créditos. El supuesto de estas operaciones es que reduce los riesgos de los bancos al distribuir sus activos entre el conjunto de las instituciones sin embargo, la base de estas operaciones es el incremento de precios de los colaterales. En otras palabras, el incremento del crédito a la vivienda tuvo lugar por las prácticas de titularización en condiciones de incremento de los precios de las casas.

En consecuencia, se puede señalar que la nueva estructura financiera modificó las actividades de la banca, destacándose primero el comercio de los bonos públicos, seguidos por reportos que se realizan con todo tipo de instrumentos (públicos y privados). Una segunda actividad importante fue la aparición de los derivados, particularmente los contratos relacionados a futuros, coberturas, y swaps, etcétera. El principal resultado de estos cambios fue la reducción de la participación de los créditos en la hoja de balances de los bancos. Tercero, se modificó la composición de los créditos. Las actividades productivas no sujetas a la bursatilización, o sea carentes de subyacentes estandarizados, dejan de estar sujetas al financiamiento. Específicamente se reducen los créditos bancarios a la producción y, especialmente a la inversión productiva. Se promueven los créditos destinados al consumo y a la vivienda de las familias (no incluye la construcción de fabricas). Se supone que los riesgos inherentes a esta actividad son menores y, por consiguiente, se reduce el monto de reservas obligatorio por la creación de dichos activos. Finalmente, la presencia de los títulos bursátiles revivió la creación de activos bancarios por créditos, pero a la vez provocó un deterioro de la calidad crediticia.

La transformación de dichos activos en vehículos especiales para distribuirlos entre los intermediarios financieros, volvió relevante el grado de riesgo de estos nuevos instrumentos. O sea, las calificadores de riesgos (Standad & Poors y Fitch, entre otros) se convirtieron en los principales evaluadores de los riesgos crediticios, cuya tarea es realizada con base en modelos probabilísticos, volviendo la emisión de créditos dependiente del comportamiento de los precios de los subyacentes.

⁶⁰ De hecho el término de bursatilización (securitization) proviene del hecho que se obtienen fondos a través de títulos bursátiles (securities) y, están respaldados por activos. Aparecen fideicomisos independientes, aunque relacionados a la banca que emiten títulos con base en los activos de la banca que se venden a otros inversionistas institucionales.

En este contexto, pierden importancia los departamentos bancarios especializados en determinar la solvencia de los proyectos de inversión y en los prestatarios, debilitándose la relación empresarios y gerentes bancarios. Incluso, aparecen comportamientos fraudulentos en la emisión de créditos porque la banca comercial está más interesada en los precios de los subyacentes, en tanto puede traspasar los activos hacia los fideicomisos, los cuales a su vez los distribuyen a otros intermediarios financieros.

En otras palabras, la banca comercial origina activos (créditos) que posteriormente distribuye entre los intermediarios financieros permitiendo la ampliación de los portafolios financieros⁶¹. Ello provoca que se modifiquen el orden de importancia de las actividades bancarias (activos de la hoja de balance) generadores de ingreso. Incrementa la importancia del comercio de bonos públicos que se presenta en dos modalidades: venta definitiva o temporal (reportos); posteriormente adquieren importancia los derivados, la bursatilización de los activos y, el ingreso por pagos y comisiones provenientes del sistema de pagos. Adicionalmente, aunque se mantiene la particularidad de la banca comercial de crear activos (generar dinero bancario como resultado de la demanda de créditos) se modifica la forma en que se equilibra su hoja de balance, en tanto se anulan los créditos bancarios mediante el traspaso de esos activos a otros intermediarios financieros, o sea, se transfieren a otros agentes financieros (banca e instituciones financieras no bancarias) y corporaciones, compartiendo el margen financiero.

Los supuestos del buen desempeño de la nueva organización financiera es que los precios de los subyacentes estén en constante incremento. El precio de los títulos financieros aumenta cuando la demanda de estos es mayor que la venta de títulos (de los tenedores de estos o emisores de nuevos títulos). En otras palabras, tienen lugar una inflación en el mercado financiero cuando el influjo de liquidez es mayor que el reflujo. Adicionalmente, el incremento de los precios de los títulos financieros contrariamente a lo que supone la teoría de portafolios, induce a una mayor demanda de títulos, en tanto incrementa el valor (la riqueza) de éstos, generándose un círculo altamente inestable que va desde mayor demanda de títulos, mayores precios, que a su vez incentivan a una creciente demanda.

⁶¹ Estas nuevas funciones convierten a los bancos comerciales en “originadores y distribuidores” de activos y, lo más importante los márgenes financieros (diferencial entre tasa de interés activa y pasiva) son desplazados por la maximización de pagos por servicios y comisiones de los activos que son trasladados a estructuras afiliadas (fideicomisos) y hacia actividades fuera de balance reasegurando la distribución primaria de los activos colateralizados.

Capítulo 3

INVERSIÓN ESPECULATIVA DE PORTAFOLIO:

3.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS:

Los portafolios de inversión, también llamados “cartera de inversión”, surgen de una selección de documentos o valores que se cotizan en el mercado bursátil y en los cuales una persona o empresa, deciden “colocar” o invertir su dinero. La especulación se basa en prevenir y anticipar, de forma que el especulador puede equivocarse si no prevé correctamente la evolución de los precios futuros, de forma que tendrá que vender barato algo que compró caro. En economía⁶², la especulación es el conjunto de operaciones comerciales o financieras que tienen por objeto la obtención de un beneficio económico, basado en las fluctuaciones de los precios. Un especulador no busca disfrutar del bien que compra, sino beneficiarse de las fluctuaciones de su precio. Por lo que se puede deducir que cualquier inversión es especulativa; sin embargo, se suele limitar el término a aquella inversión que no importa ninguna clase de compromiso con la de los bienes en los que se invierte, limitándose al movimiento de capitales. A veces, la compra especulativa de un producto puede provocar que los precios suban por encima de su "valor real", sencillamente porque esta compra está aumentando la demanda del producto de forma artificial.

Proporcionalmente, la venta especulativa puede provocar una caída de los precios artificialmente por debajo del "valor real". En algunos casos, los aumentos del precio debido a la compra especulativa causan a su vez una mayor demanda con fines también especulativos: más gente comprará el producto esperando venderlo en poco tiempo y ganar dinero. Esto crea una especulación en que los precios subirán excesivamente por encima del valor subyacente del artículo. Esto se conoce como burbuja económica. Un período de compra especulativa creciente se ve usualmente acompañado por un período de venta especulativa en que los precios caen de forma dramática. En el momento en que el precio del producto ha tocado niveles altamente elevados, antes de caer estrepitosamente, se dice que la burbuja se ha reventado.

Los portafolios de inversión se integran con los diferentes instrumentos que el inversionista haya seleccionado. Para hacer su elección, debe tomar en cuenta aspectos básicos como el nivel de riesgo que se está dispuesto a correr y los objetivos que busca alcanzar con su inversión⁶³. Por supuesto, antes de decidir cómo se integrará el portafolio, será necesario conocer muy bien los instrumentos disponibles en el mercado de valores para elegir las opciones más convenientes, de acuerdo con sus expectativas.

⁶² En la teoría económica, los mercantilistas promovían este tipo de mecanismos para así poder incrementar el excedente.

⁶³ <http://www.condusef.gob.mx/Revista/historico2009.html>

Entre los instrumentos disponibles⁶⁴ en el mercado de valores se encuentran los siguientes:

- Instrumentos de deuda (a corto, mediano y largo plazo): su rendimiento está predeterminado. Esto significa que se conoce con anticipación la ganancia que se obtendrá con éstos. Contemplan un plazo definido, como en el caso de los CETES (Certificados de la Tesorería de la Federación), los BONDES (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal) y el papel comercial entre otros.
- Instrumentos de Renta Variable (de mediano y largo plazo): generalmente su rendimiento está en función del desempeño económico –financiero de la empresa que emitió el título, y de las fluctuaciones en las variables económicas que presente el mercado, un ejemplo de éstos son las acciones.
- Productos derivados: son utilizados como cobertura contra riesgos financieros, tales como la posible alza en tasas de interés, divisas, acciones, maíz, petróleo; es decir, precios de productos o activos, que en terminología del mercado de derivados se conocen como activos subyacentes.
- Metales: son instrumentos generalmente de largo plazo, cuyo precio depende principalmente de la oferta y la demanda que se presente en el mercado (centenarios, oro, onzas troy de plata).

Conociendo los instrumentos con los que se puede formar un portafolio de inversión, sólo faltará tomar en cuenta aspectos que hacen que la elección sea diferente de acuerdo con las necesidades y preferencias de cada persona, tales como:

- Capacidad de ahorro. Saber cuánto se está dispuesto a dejar de gastar en cierto momento y sacrificarlo para destinarlo a la inversión.
- Determinar los objetivos perseguidos al comenzar a invertir.
- Tener un panorama claro con respecto al funcionamiento y características del instrumento en que se esté dispuesto a invertir (de deuda, renta fija o variable).
- Considerar que la inversión ofrezca una tasa de rendimiento mayor a la inflación pronosticada, con el propósito de preservar el poder adquisitivo y obtener ganancias por la inversión.
- Determinar el plazo en el que se puede mantener invertido el dinero, es decir, corto (menor a un año), mediano (entre uno y cinco años) o largo plazo (mayor de cinco años).

⁶⁴ La mayoría de los instrumentos financieros tienen rendimientos inciertos, lo que los hacen ser muy riesgosos, ya que un portafolio es un conjunto de instrumentos, cuyo objetivo es obtener un buen rendimiento minimizando el riesgo. Y en base a este riesgo se pueden tomar decisiones.

Un Portafolio de inversión moderado acepta un grado de riesgo menor, por lo que si se considera:

- Invertir una pequeña cantidad de efectivo en un instrumento que permita retirar cualquier día para tener liquidez inmediata en caso de imprevistos.
- Considerar el riesgo que se está dispuesto a asumir y no perder de vista que a mayor riesgo, mayor es el rendimiento que se ofrece.
- Diversificar el portafolio, esto es invertir en distintos instrumentos a fin de reducir significativamente el riesgo.

El principal objetivo es obtener un portafolio óptimo entre un universo de posibles alternativas, (como las mencionadas anteriormente). Este portafolio deberá solucionar las necesidades de los inversionistas en cuanto a riesgo y tiempo, por lo que un administrador del portafolio deberá maximizar el rendimiento dado el riesgo asumido. Una solución a este problema la propuso Harry M. Markowitz en 1952, cuando publicó un artículo el cual es considerado como el origen de la Teoría Moderna de Portafolios.

3.1.1 EL ENFOQUE DE MARKOWITZ

Asume que un inversionista tiene una suma de dinero para invertir el día de hoy. Este dinero será invertido por un determinado período de tiempo conocido como el período de tenencia del inversionista. El inversionista reconoce que los rendimientos futuros de los valores (y por tanto de los portafolios) en el siguiente período son desconocidos. A pesar de esto, el inversionista puede estimar el rendimiento esperado (media) y escoger el portafolio con el rendimiento más alto. Pero así como el inversionista espera un rendimiento alto, también quiere que ese rendimiento se acerque lo más posible al rendimiento observado después del tiempo, por lo que esto le generará incertidumbre (riesgo). El inversionista tratará de mantener el riesgo en el menor nivel posible. Este conflicto de objetivos (tener un rendimiento alto y un riesgo bajo) se deberá balancear al principio del período de inversión. La combinación de un rendimiento adecuado con un nivel de riesgo apropiado se logra a través de la diversificación, y esta se obtiene al comprar no uno sino varios valores, ya sea del mismo tipo o de diferentes clases.

Para calcular el rendimiento de un portafolio se utilizará la siguiente fórmula:

ECUACIÓN 1.1 RENDIMIENTO DE UN PORTAFOLIO

$$r_p = \frac{W_1}{W_0} - 1$$

Donde:

r_p es el rendimiento del portafolio, W_1 es el valor del portafolio en el tiempo 1 y W_0 es el valor del portafolio en el tiempo 0.

Para Markowitz, el inversionista debe de ver la tasa de rendimiento asociada con los diversos portafolios como una variable aleatoria, estadísticamente hablando. Dichas variables pueden ser descritas por sus “momentos”, dos de los cuales son el rendimiento esperado (media) y la desviación estándar. Markowitz asevera que los inversionistas deben basar sus decisiones de selección de portafolios solamente en rendimientos esperados y desviaciones estándar, dado que el rendimiento esperado se puede ver como la recompensa potencial asociada con el portafolio y la desviación estándar se puede ver como una medida del riesgo del portafolio.

En general, se asume que los inversionistas son aversos al riesgo, lo cual significa que el inversionista escogerá el portafolio con menor desviación estándar. Tener aversión al riesgo significa que cuando el inversionista, tiene la alternativa, evitará tomar “apuestas justas”, esta apuesta justa se define como aquella cuyo valor esperado es cero.

La teoría económica le llama utilidad a la medida de satisfacción que a la gente le genera diversas actividades como el trabajo, el consumo o la inversión. Actividades satisfactorias generan utilidad positiva y actividades no gratas generan pérdida (ó desutilidad). Como las preferencias cambian entre individuos, una persona puede experimentar más utilidad que otra por una actividad en particular. Las personas supuestamente son racionales por lo que asignarán sus recursos (como tiempo y dinero) en formas que maximicen sus utilidades.

Al no tener certidumbre sobre el valor final de un portafolio, en este caso (W1) se deberá hacer una estimación de posibles valores futuros o un (análisis de escenarios). La lista de estos posibles escenarios con ciertas probabilidades asociadas se conoce como distribución de probabilidad. Esta distribución de probabilidad nos permite obtener medidas tanto para el rendimiento esperado (media estadística) como para el riesgo.

Rendimiento Esperado

El rendimiento esperado se puede estimar de la siguiente forma:

ECUACIÓN 1.2 RENDIMIENTO ESPERADO

$$E(p) = \sum_{i=1}^n p_i * r_{pi}$$

Donde $E(p)$ es el rendimiento esperado del portafolio, p_i es la probabilidad del rendimiento esperado con el escenario i y r_{pi} es el rendimiento esperado con el escenario i .

Medida del Riesgo

Esta variabilidad del rendimiento posible contra el rendimiento esperado se conoce estadísticamente como la desviación estándar. Primero se debe de calcular la varianza, que es el cuadrado de las diferencias de los valores estimados contra la media, cada uno multiplicados por la probabilidad asignada. La varianza se conoce como σ^2

ECUACIÓN 1.3 VARIANZA

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n p(i)(r_{pi} - E(p))^2$$

Finalmente se obtiene la desviación estándar aplicando la raíz cuadrada a la varianza.

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

La desviación estándar es utilizada como medida del riesgo ya que trata tanto las desviaciones negativas como las positivas de igual manera. Dado que la mayoría de los rendimientos de los instrumentos financieros se comportan con una distribución normal de probabilidad, la desviación estándar se ajusta perfectamente como medida de riesgo.

Prima al Riesgo

Esta recompensa se llama prima al riesgo, y es la diferencia entre el valor esperado de la acción y la tasa de interés libre de riesgo. La prima al riesgo es lo que diferencia el especular con el apostar. Un inversionista especula por que espera una prima al riesgo positiva.

Covarianza

La covarianza es una medida estadística que mide la relación entre dos variables aleatorias. Esto significa que es una medida de cómo dos variables aleatorias, como los rendimientos de los valores a y b, se “mueven juntos”. Un valor positivo de la covarianza significa que los rendimientos de estos valores tienden a moverse en la misma dirección. Un valor negativo significa una tendencia contraria, y un valor muy bajo o de cero significa que hay muy poca o ninguna relación entre los rendimientos de ambos valores.

El cálculo de la varianza, cuando se tiene una distribución de probabilidad, se hace con la siguiente fórmula:

$$\text{cov}_{ab} = \sum_{i=1}^n p_i(r_{ai} - E(a))(r_{bi} - E(b))$$

Correlación

La correlación es una medida estadística muy relacionada con la covarianza. De hecho, resulta de dividir la covarianza de dos variables aleatorias entre el producto de sus desviaciones estándar.

ECUACIÓN 1.4 CORRELACIÓN

$$P = \frac{COV_{ab}}{\sigma_a * \sigma_b}$$

Lo que hace la correlación es cambiar la escala de la covarianza para facilitar la comparación no importando la escala de las variables. Los coeficientes de correlación siempre están entre -1 y 1 . Un valor de -1 representa correlación negativa perfecta, lo que quiere decir que varían en forma inversa en la misma proporción. Una correlación de 1 representa una correlación positiva perfecta, implicando un movimiento de ambas variables en la misma dirección y en la misma proporción.

Actualmente hemos escuchado mucho sobre volatilidad, principalmente que el tipo de cambio sufre depreciaciones, que los mercados cerraron negativamente, etc., por lo que la volatilidad siempre ha existido, sin embargo en base al desarrollo de modelos económicos y financieros, esta se ha vuelto usual en nuestras vidas. Sin embargo cuando el patrón oro era el estándar de los tipos de cambio, se podría mencionar que existía estabilidad en los precios de las divisas, y no fue hasta que Estados Unidos decidió abandonar el patrón oro cuando los tipos de cambio dejaron de ser fijos y se aplicaron diversos modelos como la flotación cambiaria, que implicaba un cierto control y por lo tanto contribuía a una moderada volatilidad, o la libre flotación, la cual empezó a generar una fuerte volatilidad. Los profundos cambios que han experimentado los sistemas financieros nacionales e internacionales, y la automatización de los sistemas de información han incrementado los riesgos que están expuestas las empresas, prueba de ello son: el efecto tequila, dragón, vodka, samba respaldan esta afirmación.

3.1.2 INCERTIDUMBRE, DESCONFIANZA E INESTABILIDAD

Los grandes inversionistas⁶⁵ buscan mercados seguros y atractivos que les permita obtener altos rendimientos y en cuestión de segundos pueden desinvertir en un mercado, para enseguida invertir en otro. De modo que cuando existen señales de incertidumbre, inestabilidad y desconfianza en un país, los inversionistas cierran todas sus posiciones y se van a otra nación, provocando una salida masiva de capitales; mientras que en ese momento existen países considerados de menor riesgo, lo cual experimentan la entrada de grandes flujos de capital.

Un ejemplo es la devaluación del peso del 19 de septiembre del 2002, cuando la moneda nacional se cotizaba en niveles de 10.30 pesos por dólar, se había depreciado diez centavos en promedio en las semanas previas ante los resultados desfavorables de la economía estadounidense, esto significo que la esperada recuperación del país vecino no estaba ocurriendo. Esa mañana el presidente de los Estados Unidos, George W. Bush, solicito al congreso de su país la autorización para utilizar la fuerza para desarmar y derrocar el régimen iraquí de Saddam Hussein⁶⁶.

El nerviosismo de esa noticia llevo a las principales bolsas del mundo a terrenos negativos. La Bolsa Mexicana de Valores perdió más de 4 por ciento, mientras que el dólar estadounidense se debilito frente a las principales divisas y el peso mexicano se devaluó cerca del 3 por ciento, las tasas de interés domesticas experimentaron alzas generalizadas debido a que los inversionistas cerraron posiciones en instrumentos de renta variable y buscaron invertir en instrumentos de renta fija, con un riesgo más bajo. Ante esto surge la necesidad de implementar métodos y procedimientos para la gestión de riesgos. Los bancos están incorporando áreas de administración de riesgos: actualmente las autoridades nacionales e internacionales obligan a las instituciones de crédito a establecer políticas y métodos de control de riesgos; por su parte, las empresas públicas o privadas están empezando a comprender la importancia de administrar sus riesgos. Incluso los bancos están incluyendo entre los requisitos para otorgar créditos, el uso de alguna cobertura a fin de evitar que los deudores caigan en incumplimiento.

Basándose en la necesidad de instrumentar medidas de administración de riesgo, en México la Comisión Nacional Bancaria y de Valores emitió en enero de 1999, la circular 1423 que contiene las disposiciones de carácter prudencial en materia de administración integral de riesgos a las instituciones de banca múltiple⁶⁷. El objetivo de dicha circular es establecer los lineamientos mínimos que han de observar las instituciones de banca múltiple en materia de administración de riesgos; esta ultima definida en la segunda disposición del documento como el conjunto de objetivos, políticas, procedimientos y acciones

⁶⁵ Los inversionistas extranjeros determinan que zonas de inversión son más atractivas dentro de las regiones en desarrollo como el sudoeste asiático y parte de Latinoamérica con relativa estabilidad política y con un rendimiento aceptable a las inversiones extranjeras.

⁶⁶ Véase: María Luisa Quintero Soto (Coordinadora) liberalización financiera y déficit público. Págs.5-33

⁶⁷ La CNVB argumento que contar con prácticas solidas y eficientes coadyuvará a la operación prudencial de las instituciones, la reducción del riesgo sistémico y la estabilidad del sistema financiero mexicano.

que se implementan para identificar, medir, monitorear, limitar, controlar, informar y relevar los distintos tipos de riesgo a que se encuentran expuestas las instituciones, así como sus subsidiarias financieras, excepto administradoras de fondos para el retiro y sociedades de inversión⁶⁸.

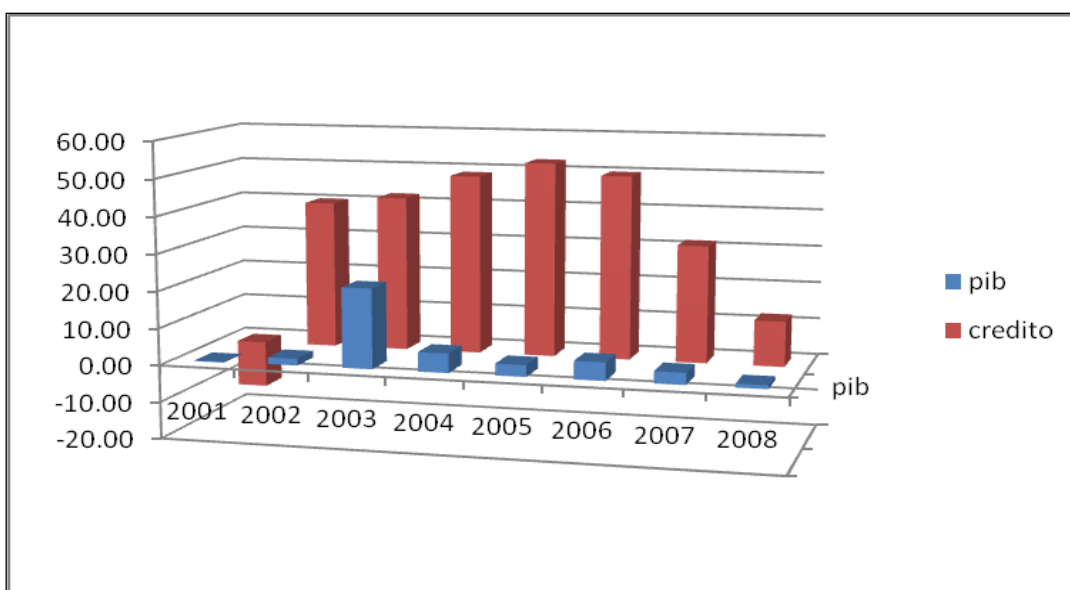
Principalmente, la circular hace énfasis en la necesidad de impulsar la cultura de administración de riesgos en las instituciones de banca múltiple y llevar a cabo la medición y control de los distintos tipos de riesgos que enfrentan en su actividad diaria. Adicionalmente, el documento hace énfasis en que la administración de riesgos depende en gran medida de un adecuado seguimiento por parte de los órganos sociales responsables de las instituciones, de su instrumentación y correcta aplicación de políticas y procedimientos en la materia. De acuerdo con el Artículo 3° de la Ley de Mercado de Valores, las acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito y documentos que se emitan en serie o en masa en los términos de las leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores⁶⁹, incluyendo letras de cambio, pagarés y títulos opcionales que se emitan.

Para el caso de México, se ha ofrecido una tasa de interés superior en términos nominales que la de otros mercados financieros, sin embargo se tiene un mayor nivel de riesgo crediticio y político, debido a que las agencias internacionales de inversiones financieras toman en cuenta factores de índole macroeconómico, político y social. Esto se observa en la grafica 1.1 y Grafica 1.2

⁶⁸ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, circular 1423, México 25 de enero de 1999. Disposiciones de Carácter Prudencial en Materia de Administración de Riesgos.

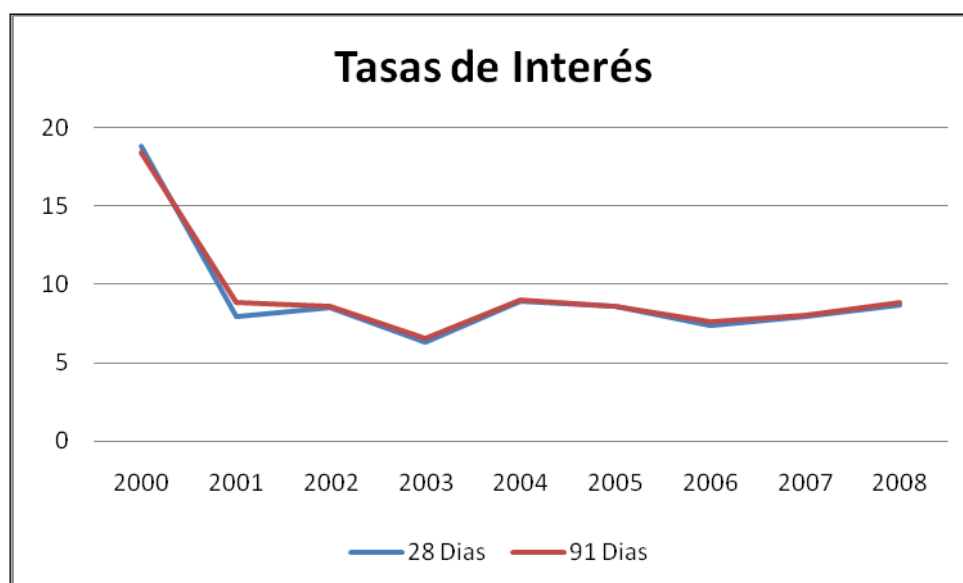
⁶⁹ El mercado de valores es el conjunto de normas y participantes (emisores, intermediarios, inversionistas y otros agentes económicos) que tiene como objeto permitir el proceso de emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores.

Gráfica 1.1 Tasas de crecimiento del crédito y el PIB



Fuente: elaboracion propia con datos del INEGI y CNBV

Gráfica 1.2 Tasas de Interés



Fuente: elaboracion propia con datos del INEGI

Sin embargo ante el agotamiento de los créditos externos, como instrumentos para financiar el desarrollo, en la carta de intención firmada con el FMI después de la crisis de 1982, se consideró que el déficit del Sector Público como proporción del PIB no debería exceder el 8.5 % en 1983. Además se expresó que era deseable reducir la dependencia del financiamiento externo, el cual no debería pasar de los 5000 mdd para este último año.

3.1.3 CAPITAL EXTRANJERO DURANTE LOS ÚLTIMOS 20 AÑOS

En 1987, México acepto mediante el Plan Baker⁷⁰ reestructurar el financiamiento de 52,200 mdd 83 %, además de 1700 mdd de financiamiento contingente en caso de que no se alcanzaran las metas macroeconómicas de corto plazo anunciadas con el programa de estabilización. Para 1989 se anunció el Plan Brady⁷¹ que tenía por objetivo la reducción del monto de la deuda y el servicio de esta.

El flujo de créditos por parte de los organismos multilaterales y de la banca internacional se redujo considerablemente. Ante estas restricciones fue necesario la búsqueda de financiamiento externo y la forma en la que se consiguió fue por medio de la reformas jurídicas en la economía, permitiendo el ingreso de capital extranjero al sistema financiero mexicano y ha sectores protegidos a inversionistas nacionales o al propio Estado mexicano.

El flujo de IE hacia México constituyo uno de los elementos más importantes de la estrategia económica del sexenio Salinista. La renegociación de la deuda externa de 1989, el descenso de la tasa de interés en los Estados Unidos; son factores claves para el análisis del financiamiento del sector externo con capital extranjero⁷², según Mantey (1999). El proceso de privatización, la reducción de la participación estatal, el control salarial y la desregulación económica, así como la creación de una zona de libre comercio de América de Norte (TLCAN puesto en funcionamiento a partir del 1º de enero de 1994) son factores de política económica que han incentivado el crecimiento de los flujos de IE. Estos flujos se canalizan directamente hacia los instrumentos más rentables de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). El proceso de apertura financiera ha generado la eliminación de barreras anteriormente existentes a la Inversión Extranjera (IE), creando condiciones más rentables y de menor riesgo sobre nuestra economía⁷³.

⁷⁰ Este fue le nombre que se dio al programa promovido por los Estados Unidos cuando James Baker era secretario del Tesoro. El plan era recaudar 29,000 mdd de créditos nuevos en un período de tres años para los 15 países llamados "deudores problemáticos" y México era uno de ellos, según Lustig (1994).

⁷¹ Llamado así por el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Nicholas Brady. El plan se centro en dos objetivos principales, el primero era reducir el monto de la deuda total y el segundo disminuir el servicio de la deuda externa en aquellos países elegibles. México se convirtió en el primer país en firmar el acuerdo con los bancos comerciales. Véase Lustig (1994).

⁷² Por lo tanto un desequilibrio en el sector externo (balanza de pagos) debe financiarse en moneda extranjera, por medio de deuda pública interna (mercado de dinero) y privada (mercado accionario), Inversión Extranjera Directa o Inversión Extranjera de Cartera, o el incremento del volumen o del valor de las exportaciones.

⁷³ A lo largo de todo el siglo XIX, la Inversión Extranjera Directa (IED) controlaba sectores prioritarios de la economía nacional, como los ferrocarriles, petróleo y electricidad. A partir de la Revolución de 1917, el Estado Mexicano esta consciente de la necesidad de fortalecer la independencia económica del país, en donde se orientan sus esfuerzos hacia la recuperación de estos sectores, y poco a poco fue obteniendo el control de la economía nacional. A ello hay que agregarle que el Gobierno de Carlos Salinas de Gortari implemento la apertura comercial en un entorno económico en el que existía sobrevaluación del tipo de cambio, lo cual sometió a algunos sectores de la planta productiva a una acelerada perdida del mercado e incluso a su quiebra, mientras que los elevados costos de financiamiento, ocasionando un rápido aumento de sus pasivos.

El Fondo Monetario Internacional ha elaborado su interpretación y diseñado los paquetes de ayuda y los mencionados programas de ajuste que también se aplicaron en nuestro país a raíz de la crisis de 1994-1995, podemos señalar que la acelerada apertura de los mercados financieros y la internacionalización del capital financiero como efectos de la globalización, han contribuido a la llamada crisis asiática y a la aplicación de los programas que el FMI desarrollo para México en 1995.

La Inversión Extranjera es realizada por las personas jurídicas y morales que no son considerados nacionales por la Leyes de migración y población del país donde, hacen la adquisición de empresas o activos financieros. Se entiende como a la Inversión Extranjera Directa (IED) a la realizada en unidades de producción o comercialización de bienes o servicios, por las empresas Transnacionales y Multinacionales. Si la inversión se realiza en la compra de bonos y acciones, entonces se le denomina Inversión Extranjera de Cartera o Portafolios. La Inversión Extranjera se considera actualmente, como un complemento del ahorro interno. Anteriormente la IED, fue considerada un factor complementario de la inversión nacional, pero sus beneficios de corto plazo eran muy pocos comparados con las transferencias de utilidades remitidas al exterior en el largo plazo. Por esta razón surgen los controles jurídicos sobre este tipo de flujos de capital externo.

Las tendencias de las corrientes de capital extranjero durante los últimos veinte años se pueden caracterizar en tres períodos:

- i) De 1971 hasta 1982, cuando se tiene una entrada considerable de capital extranjero, por medio de los créditos de los bancos comerciales internacionales.
- ii) De finales de 1982 al primer semestre de 1989, período en el que se suspendieron los créditos voluntarios y el país se convierte en exportador neto de capitales.
- iii) A partir del segundo semestre de 1989 hasta la fecha, cuando tiene lugar el retorno a los mercados internacionales de capital.

El TLCAN junto con el proceso de privatización y de la flexibilización a la Ley de Inversión Extranjera en México, viene a ser el instrumental jurídico que da confianza y certidumbre a la IE para que ingrese en mayor volumen al país.

El progresivo incremento de las corrientes de inversión hacia México a partir de 1986 ha determinado que el acervo de IED se expandiera a un alto ritmo hasta alcanzar un valor que a fines de 1996 se estimaba en 70,000 millones de dólares, lo que lo sitúa como el segundo en magnitud en la región. Las variaciones anuales más notables de las corrientes de IED se produjeron en el período 1994-1996, durante el cual la economía de México registró los mayores montos de afluencia anual de inversión directa de las últimas décadas.

Los otros factores que contribuyeron marcadamente al incremento de la inversión extranjera durante los años noventa fueron, en primer lugar, la recuperación de la demanda interna hasta antes de la crisis de 1994, hecho que propició el ingreso de numerosas empresas interesadas en captar una parte del mercado interno mexicano, uno de los más importantes de América Latina; y en segundo lugar, la fuerte depreciación de los activos inducida por la crisis de fines de 1994, y acentuada por la abrupta depreciación de la moneda local, condiciones que permitieron a los inversionistas internacionales no sólo comprar empresas a un valor depreciado, sino además operarlas con costos de explotación más competitivos. Durante 1996 desarrollaron dos tipos de operaciones: la compra de paquetes accionarios mayoritarios de entidades bancarias privatizadas a comienzos de los años noventa y que se habían tornado insolventes a raíz de la crisis de fines de 1994; y el ingreso de inversionistas extranjeros a la propiedad de empresas productivas que, por esta vía, aumentaban su capital con el propósito de mejorar su posición en un mercado deprimido a causa de la retracción de la demanda interna.

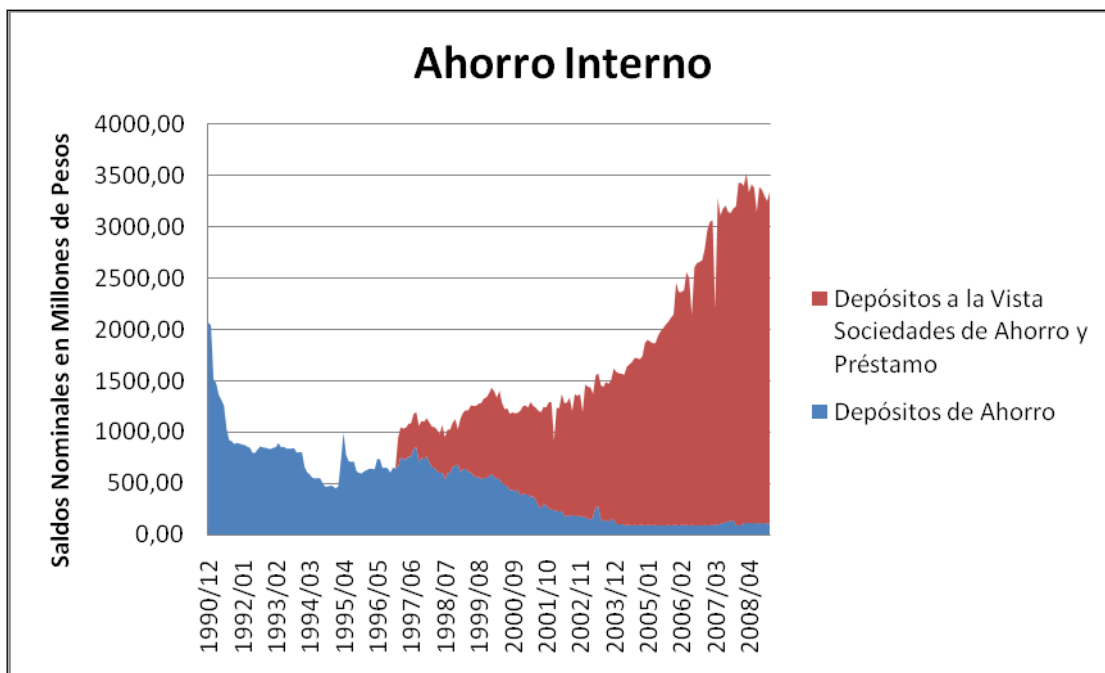
Durante los años de (1996-1997), se toma el control de empresas privadas mexicanas por parte de firmas extranjeras, transacciones que arrojan un total estimado del orden de 7,000 millones de dólares⁷⁴.

La concentración en la actividad bancaria de las adquisiciones de empresas locales por parte de inversionistas extranjeros ha sido un fenómeno que, en alguna medida, fue estimulado por las autoridades financieras del país al ofrecer la eliminación de la cartera de créditos vencidos y la posibilidad de devolución del banco transferido al cabo de un período de gracia, entre otras garantías, lo que tornó extraordinariamente atractivo el ingreso de bancos internacionales a la propiedad de los principales bancos mexicanos. La ola de fusiones significa que se ha producido un cambio drástico con respecto a la política de privatizaciones de comienzos de los años noventa, en cuyo marco la propiedad de las empresas había quedado básicamente en manos de mexicanos. Así, un número importante de grupos empresariales locales invirtieron masivamente en bancos, minas, la compañía telefónica y otras empresas hasta entonces bajo control del Estado. La mayoría de las veces, los inversionistas extranjeros fueron autorizados para comprar sólo participaciones minoritarias en negocios grandes o mayores en empresas filiales. La devaluación del peso ocurrida en 1994 sorprendió a los empresarios locales con un alto nivel de endeudamiento.

⁷⁴ Véase Leopoldo Solís Evolución del Sistema Financiero Mexicano Hacia los Umbrales del Siglo XXI. Caps. 1-5

Uno de los problemas más importantes que ha enfrentado el desarrollo económico de México, durante más de un cuarto de siglo, ha sido la tasa de ahorro interno, y por eso una de las tareas fundamentales de la administración federal ha sido el crear condiciones propicias para que aumente esta. En 1994 la tasa de ahorro interno fue de alrededor de 15 por ciento del Producto Interno Bruto y gracias a las reformas emprendidas en varios campos, ya en 1997 esa tasa de ahorro interno superó el 21 por ciento. Como lo muestra la grafica 1.3

Grafica 1.3 AHORRO INTERNO



Elaboración propia con datos de INEGI

Algo muy importante son los procesos de reforma estructural, iniciados durante esta administración. Así lo muestra el proceso de privatización de los ferrocarriles, de los puertos, de los satélites, en telecomunicaciones, en generación de energía eléctrica y en la distribución de gas natural. Con la participación de otros inversionistas extranjeros y de los inversionistas mexicanos, México fue consolidándose bases sólidas para tener un crecimiento sostenido durante el primer sexenio del siglo XXI. En la recesión más reciente, México basó su financiamiento en los capitales especulativos de corto plazo, que venían al mercado de renta fija o variable, y que fue creciendo ante los atractivos intereses⁷⁵.

⁷⁵ En su momento, sirvió para financiar el déficit de cuenta corriente, pero generaron condiciones de inestabilidad insalvables.

La inversión extranjera, puede asociarse con cualquier empresa mexicana, comprar cualquier tipo de activos fijos, e involucrarse en cualquier proyecto de desarrollo, excepto a los reservados o de actividades muy específicas. En la mayoría de las actividades comerciales los extranjeros pueden ser los dueños de hasta el 100% de las compañías. Este principio no se aplica a un restringido número de actividades, que están reservadas al gobierno, a mexicanos o a empresas con cláusula de exclusión de extranjeros.

De esta manera, desde la perspectiva de los países en desarrollo, uno de los aspectos más relevantes del proceso de globalización del sistema financiero internacional es la gran cantidad de capitales que se han dirigido hacia México en los últimos diez años, así como los problemas que plantea este fenómeno en cuanto al manejo de la política monetaria y del tipo de cambio de cada país con el objetivo de evitar choques en la demanda agregada y desequilibrios inflacionarios.

Finalmente, México en el 2000 se presenta como la economía emergente más consolidada, más atractiva y la que tiene una mejor perspectiva hacia adelante. Además es el país más activo en materia de apertura de mercados, en los años recientes, consiguiendo así un lugar estratégico para los inversionistas extranjeros.

3.2 REGULACIÓN DE LA INVERSIÓN.

La regulación financiera, se lleva a cabo por instituciones que están destinadas a promover leyes que regulen y vigilen los intereses de los inversionistas, para ello existe el mercado de valores⁷⁶, el cual es vital para el crecimiento y desarrollo de los países, pues permite a las empresas allegarse de recursos para la realización de nuevos proyectos de inversión optimizando su costo de capital y ampliar las opciones de inversión disponibles para el público en general, brindándole la oportunidad de diversificar sus inversiones para obtener rendimientos acordes a los niveles de riesgo que esté dispuesto a asumir. Los agentes económicos que acuden al mercado se pueden clasificar en las siguientes categorías.

- **Emisores de valores:** Son las entidades económicas que requieren de financiamiento para la realización de diversos proyectos. Además de requerir de financiamiento, cumplen con los requisitos de inscripción y mantenimiento establecidos por las autoridades para garantizar el sano desempeño del mercado.

Entre éstos se tienen: Empresas Industriales, Comerciales y de Servicios, Instituciones Financieras, Gobierno Federal, Gobiernos Estatales Instituciones u Organismos Gubernamentales.

- **Inversionistas:** Son agentes económicos que demandan diferentes instrumentos financieros (valores), con el propósito de obtener los mayores rendimientos posibles respecto a los riesgos que están dispuestos a asumir. Aquí podemos encontrar a: Personas físicas y morales tanto mexicanas como extranjeras, así como el Gobierno Federal, Gobiernos Estatales, Sociedades de inversión, Inversionistas Institucionales y Instituciones Financieras.
- **Intermediarios Bursátiles:** Son aquellas personas morales autorizadas para realizar operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores; efectuar operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de las cuales se haga oferta pública; así como administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros. Sus intermediarios son: Casas de bolsa, Especialistas bursátiles, Las demás entidades financieras autorizadas por otras leyes para operar con valores en el mercado de éstos.

⁷⁶ El Banco de México lleva a cabo operaciones en el mercado de valores con el objetivo de regular la liquidez en el sistema financiero. Así mismo, actuando como agente financiero del Gobierno Federal y de otras entidades del sector público, realiza subastas primarias de títulos de deuda y expide disposiciones sobre las distintas operaciones de los intermediarios financieros.

- Otros participantes: Son todas aquellas instituciones que coadyuvan al buen funcionamiento y operación del mercado de valores. Entre los cuales podemos encontrar:
 - ❖ Bolsas de valores
 - ❖ Instituciones para el depósito de valores
 - ❖ Sociedades de inversión
 - ❖ Sociedades operadoras de sociedades de inversión
 - ❖ Sociedades valuadoras de acciones de sociedades de inversión
 - ❖ Sociedades calificadoras de valores
 - ❖ Asociaciones de intermediarios bursátiles
 - ❖ Contrapartes centrales
 - ❖ Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión.

Bolsas de valores: Las bolsas tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado de valores al proveer la infraestructura necesaria para poner en contacto a oferentes y demandantes de los valores cotizados.

Para el caso de México, existe la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. (BMV).

Instituciones para el depósito de valores: Su función principal es la custodia y administración de valores, así como facilitar la liquidación y compensación de operaciones celebradas con valores dentro y fuera de bolsa.

Para el caso de México, existe la S.D. Indeval S.A. de C.V.

Sociedades de inversión: Las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y venta de Activos Objeto de Inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en la Ley de Sociedades de Inversión.

Los Activos Objeto de Inversión son los valores, títulos y demás documentos a los que resulte aplicable el régimen de la Ley del Mercado de Valores inscritos en el Registro Nacional de Valores o listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones, otros valores, los recursos en efectivo, bienes, derechos y créditos, documentados en contratos e instrumentos, incluyendo aquéllos referidos a operaciones financieras conocidas como derivadas, así como las demás cosas objeto de comercio que de conformidad con el régimen de inversión previsto en la Ley de Sociedades de Inversión y en las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión para cada tipo de sociedad de inversión, sean susceptibles de formar parte integrante de su patrimonio.

3.2.1 LEY DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN

De acuerdo con la Ley de Sociedades de Inversión pueden ser de cuatro tipos:

1. Sociedades de inversión de renta variable
 2. Sociedades de inversión en instrumentos de deuda
 3. Sociedades de inversión de capitales
 4. Sociedades de Inversión de objeto limitado.
-
1. Las sociedades de inversión de renta variable operan con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones, obligaciones y demás valores, título o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero.

 2. Las sociedades de inversión en instrumentos de deuda operan exclusivamente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

 3. Las sociedades de inversión de capitales operan preponderantemente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

 4. Las sociedades de inversión de objeto limitado operan exclusivamente con los Activos Objeto de Inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público inversionista.

Servicios que deben contratar las sociedades de inversión para el cumplimiento de su objeto son⁷⁷: Administración de activos de sociedades de inversión, distribución, valuación de acciones, calificación, proveeduría de Precios de Activos Objeto de Inversión, depósito y custodia de Activos Objeto de Inversión y de acciones de sociedades de inversión, contabilidad, administrativos para sociedades de inversión, y los que la Comisión autorice mediante disposiciones de carácter general, a si como

⁷⁷ Sociedades calificadoras de valores, se trata de sociedades cuyo objeto es presentar una opinión respecto al grado de riesgo relativo a una emisión de deuda.

Asociaciones de Intermediarios Bursátiles

En México existe la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. A. C. (AMIB), organización que agrupa a todas las casas de bolsa que operan en el país y las representa ante las autoridades reguladoras del mercado de valores. Su propósito es promover el crecimiento, desarrollo y consolidación de las casas de bolsa, propiciar las condiciones que favorezcan su sano y eficaz desempeño en el sistema financiero nacional e internacional, e inducir en sus agremiadas la adopción de estrictas medidas de autorregulación.

La facultad para la intervención estatal en el sistema financiero mexicano y la importancia de este sistema dentro de los objetivos de desarrollo equilibrado y productivo, se encuentran plasmados en los artículos 25, 26 y 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. De dicho ordenamiento se desprende el resto del marco jurídico que norma las actividades del mercado de valores. Entre estos preceptos se encuentran: la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, y la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Cabe mencionar que, la regulación del mercado de valores no busca eliminar el riesgo de los valores que se intercambian en el mercado. Todas las alternativas de inversión existentes, traen aparejados mayores o menores niveles de riesgo, de los cuales dependen los beneficios o rendimientos que esperan obtener los inversionistas.

La legislación antes mencionada señala que son tres los organismos reguladores del mercado de valores⁷⁸:

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público: La SHCP se encarga de determinar los criterios generales normativos y de control aplicables a las instituciones que participan en el mercado de valores, así como de proponer políticas de orientación y regulación de las entidades financieras que concurren a dicho mercado. Igualmente, está encargada de otorgar o revocar concesiones o autorizaciones para la constitución y operación de bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores y casas de bolsa.

⁷⁸ Son las autoridades establecen la regulación que debe regir una sana operación del mercado de valores. Además supervisan y vigilan que dichas normas se cumplan, imponiendo sanciones para aquéllos que las incumplan.

- Banco de México: Le corresponde, entre otras atribuciones, dictar las disposiciones a las que deberán sujetarse las casas de bolsa y los especialistas bursátiles relativas a su actuación como fiduciarias y a las operaciones de crédito que obtengan o concedan, como son reportos y operaciones de préstamo sobre valores.

Además, está facultado para imponer multas a los intermediarios financieros por operaciones que contravengan los ordenamientos que el propio banco central emite.

- Comisión Nacional Bancaria y de Valores: tiene por objeto supervisar (a través de las facultades de inspección, vigilancia, prevención y corrección que le confieren las leyes y disposiciones aplicables) y regular la mayoría de las actividades que se realizan en el mercado de valores a fin de procurar su correcto funcionamiento. Asimismo, tiene por objeto mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto.

Los esfuerzos regulatorios de la CNBV están encaminados a cumplir con tres objetivos principales⁷⁹:

- I. La protección de los intereses de los inversionistas⁸⁰: La confianza de los inversionistas es indispensable para que el mercado de valores pueda desarrollarse y operar de manera estable, por ello un elemento preponderante en este contexto, lo constituye la información veraz y oportuna, a disposición del público inversor, sobre la situación que guardan las diferentes emisoras en el mercado, los intermediarios, y la liquidez de los valores que son negociados.

Entre las acciones de protección al público que realiza la CNBV, se pueden citar los siguientes ejemplos:

- ✓ Respecto a las empresas que cotizan en el mercado, es decir, a las emisoras, se establece la obligación de revelar información al mercado de manera oportuna, clara y equitativa. Para llevar a cabo una oferta pública de valores, las emisoras deben solicitar a la CNBV su inscripción en el Registro Nacional de Valores, para lo cual deben preparar un prospecto de colocación, que es un documento que contiene información que permite a los inversionistas conocer el panorama completo de la empresa, incluyendo su situación financiera, económica y jurídica, los

⁷⁹ Dichos objetivos son igualmente importantes y se encuentran estrechamente vinculados entre sí, ya que muchas de las condiciones tendientes a procurar que los mercados sean justos, eficientes, transparentes y líquidos son útiles también para proteger los intereses de los inversionistas y reducir el riesgo sistémico

⁸⁰ Esta se establece en el Artículo 2 de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, dicha institución tienen por objeto la protección de los intereses del público.

riesgos que pueden presentarse en el futuro, así como cualquier otra información relevante para la toma de decisiones de inversión.

Los prospectos de colocación son revisados por la CNBV, la cual se cerciora de que éstos cuenten con información de alta calidad. Asimismo, para garantizar que dicha información se dé a conocer de manera oportuna y equitativa, los prospectos son puestos a disposición de cualquier inversionista interesado a través de la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores, cuando menos diez días antes de la oferta pública para el caso de acciones.

En un entorno de cambios constantes la revelación de información al momento de la oferta pública no garantiza que los inversionistas se encuentren adecuadamente informados después de la colocación respectiva. Por este motivo las emisoras están obligadas a presentar al mercado reportes trimestrales, que contienen sus estados financieros.

Adicionalmente, las emisoras están obligadas a informar al mercado, de manera continua, sobre cualquier evento que pudiera tener un efecto sobre los precios de sus valores.

- ✓ Por lo que se refiere a las casas de bolsa se requiere que cuenten con una autorización de la SHCP, previa opinión de la CNBV, para actuar en tal carácter. Para obtener esta autorización, el candidato a intermediario debe contar con un capital mínimo y con los medios materiales y técnicos necesarios para desempeñarse como tal.

Las casas de bolsa deben informar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores los nombramientos de consejeros, director general, contralor normativo y directivos con la jerarquía inmediata a la del director general.

Los intermediarios deben utilizar los servicios de personas físicas autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, para celebrar operaciones con el público, de asesoría, promoción, compra y venta de valores. Dicha autorización sólo la pueden obtener las personas que acrediten contar con honorabilidad e historial crediticio satisfactorio y capacidad técnica necesarias para llevar a cabo las actividades citadas.

Para cerciorarse que los intermediarios continúan cumpliendo con los requisitos necesarios para actuar con tal carácter y que se apegan a las obligaciones que les marca la Ley, así como a los usos y sanas prácticas del mercado, la CNBV lleva a cabo actividades de supervisión que incluyen visitas de inspección a las oficinas de los intermediarios, el monitoreo de las operaciones que los mismos celebran y la vigilancia mediante el análisis de su información económica y financiera.

- II. Procurar que el mercado sea justo, eficiente, transparente y líquido

- Un mercado es justo en la medida en la que se encuentra exento de conductas contrarias a los usos y sanas prácticas del propio mercado y siempre que todos los inversionistas pueden llevar a cabo transacciones en igualdad de condiciones. Con la finalidad de procurar que el mercado sea justo, la CNBV ha emitido regulación que establece requisitos mínimos a los sistemas en los que las casas de bolsa registran las órdenes que reciben de sus clientes y asignan las operaciones correspondientes. Estos sistemas deben garantizar que las órdenes de los clientes se ejecuten bajo el criterio de primero en tiempo, primero en derecho, ante igualdad de condiciones y que los intereses del cliente antecedan siempre a los del intermediario.

Asimismo, las reglas de operación contenidas en el Reglamento Interior de la BMV se encuentran sujetas a la revisión y aprobación de la CNBV, de tal forma que éstas no favorezcan a algunos participantes del mercado sobre otros.

Adicionalmente, la justicia en el mercado se procura a través de la supervisión de las operaciones que se llevan a cabo, identificando y sancionando al uso indebido de información privilegiada, la manipulación de precios y en general cualquier actividad contraria a los usos y sanas prácticas del mercado.

- Un mercado es eficiente si los precios de los valores que en él cotizan reflejan toda la información que atañe a una emisora. La ley del Mercado de Valores establece que se entiende por evento relevante todo acto, hecho o acontecimiento capaz de influir en los precios de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores. El conocimiento de eventos relevantes que no hayan sido revelados al público constituye información privilegiada.
- La transparencia en el mercado se alcanza cuando la información relativa a las negociaciones se pone a disposición del público inversionista en tiempo real. Esta información incluye tanto aquella que se da de manera previa a la negociación como la que se genera como resultado del cierre de operaciones. En particular, la información previa a la negociación se refiere a los precios a los que los participantes en el mercado están dispuestos a vender o comprar en determinado momento, mientras que la información posterior a la negociación es aquella vinculada con los precios a los que se celebraron las operaciones y el volumen correspondiente. Esta información le permite al inversionista conocer el valor de su inversión y es útil para determinar la factibilidad de efectuar una operación a determinado precio.

La transparencia en el mercado de valores mexicano se garantiza a través de diversos sistemas de difusión de información con que cuenta la BMV.

- Finalmente, la liquidez de un mercado depende del importe que se negocia en el mismo, lo que además de resultar atractivo para inversionistas y emisoras, es útil para evitar que se lleven a cabo prácticas contrarias a los intereses del mercado.

Desde el punto de vista regulatorio, la liquidez se procura al establecer requisitos para que los valores de las emisoras puedan obtener y mantener su listado en bolsa. Entre los requisitos que se exigen se encuentran porcentajes mínimos de capital a colocar, número mínimo de inversionistas y nivel mínimo de operatividad.

Cuando un mercado es justo, eficiente, transparente y líquido, se puede afirmar que su desarrollo está asegurado en beneficio de todos sus participantes.

III. Procurar la reducción del riesgo sistémico

Dada la interrelación que existe entre el sector financiero y la economía del país, las dificultades que enfrenta el primero pueden tener consecuencias negativas inmediatas en la actividad económica. De hecho, el aumento en la percepción de riesgo en una institución podría traducirse en que sus clientes optaran por dejar de hacer negocios con ésta, deteriorando aún más su situación financiera. Es necesario advertir, que ni la regulación financiera, ni las actividades de supervisión pueden evitar en todos los casos la quiebra de algún intermediario. Sin embargo, son útiles para reducir la probabilidad de que esto suceda. Asimismo, para aquellos casos en los que la quiebra de un intermediario no pueda evitarse, la regulación debe establecer mecanismos que disminuyan el impacto de esta situación sobre el sistema financiero en su conjunto.

En este sentido, la CNBV ha emitido regulación de carácter prudencial aplicable a los intermediarios, que está encaminada a procurar que éstos cuenten con sistemas de control interno adecuados que les permitan medir y limitar la toma excesiva de riesgos. Entre las medidas para reducir el riesgo sistémico se tienen las siguientes: Los requerimientos de capital, bajo los cuales los intermediarios están obligados a mantener capital suficiente para hacer frente a los riesgos que están asumiendo. Es necesario contar con mecanismos eficientes de liquidación y compensación de valores eficientes. Es por ello que en México, los valores que se intercambian en el mercado se encuentran depositados en el Instituto para el Depósito de Valores (Indeval), lo que evita, cuando se llevan a cabo transacciones, el traslado los valores para su entrega, sino que únicamente se hacen traspasos en los registros contables del propio Indeval y de los intermediarios. El contar con un depósito centralizado de valores permite también que la compensación y liquidación se lleve a cabo bajo la modalidad de entrega contra pago, lo que ayuda a reducir aún más el riesgo, toda vez que no se entrega dinero más que con la entrega simultánea de valores, y viceversa.

3.3 BENEFICIOS HACÍA EL PAÍS.

Hemos observado que la función de la inversión especulativa ha consistido en beneficiar a unos cuantos individuos que al tener la opción de incrementar su patrimonio especulan en países en donde se les ofrecen atractivas tasas de interés, e incluso obligan a naciones a mover sus expectativas de desarrollo. Prueba de esto son las reformas económicas implementadas en los años 90's y su posterior ajuste llevaron a la economía nacional a un proceso de globalización hacia la economía mundial, buscando financiar tanto el proceso de apertura comercial, como el retorno a los mercados internacionales de capital, en busca de financiamiento externo para el desarrollo⁸¹.

Ahora la pregunta clave es, ¿Que beneficio le deja al país este tipo de inversiones?

Ya que la economía mexicana tendió a depender básicamente de dos variables fuera del control de la política interna: las tasas de interés internacionales (libor y prime) y el precio del petróleo (dólares por barril). En un contexto de incertidumbre y riesgo cambiario, derivado de la debilidad macroeconómica y de la reducción de las reservas internacionales, esto aceleró la salida de capitales del país. Sin embargo también puede darse por cualquier perturbación externa, ya sea por un alza de la tasa de interés de EU, alguna vulnerabilidad en los mercados financieros internacionales o por el cambio de perspectivas que el capital extranjero tenga sobre la economía nacional e internacional. Si la entrada de capitales es insuficiente para cubrir el déficit en cuenta corriente, se compromete la estabilidad monetaria – cambiaria, así como el financiamiento de la inversión y del pago del servicio de la deuda externa, lo que aumentarían las prácticas especulativas.

En base a la teoría económica, se puede evaluar si los países tienen la opción de incrementar su competitividad en el comercio exterior, a través de aprovechar los efectos de la devaluación, si una economía recurre a la devaluación para incrementar su competitividad se crean expectativas devaluatorias en el resto de los países del área geográfica, ya que la integración de los mercados financieros y la libre movilidad del capital exigen la estabilidad monetaria – cambiaria para evitar prácticas especulativas que desequilibren al sector financiero; por lo tanto al aplicar la liberalización financiera, no se pudo llevar una política cambiaria a favor de la competitividad de la producción nacional, ni del ajuste de balanza comercial exterior, puesto que hay que responder a las necesidades de valorización de capital financiero.

⁸¹ En base a recurrir a la liberalización financiera para subsanar el déficit comercial con lo que fue posible su financiamiento.

La política económica que México ha llevado esta fuertemente condicionada por los grandes empresarios del país, de tal suerte que el objetivo gubernamental de estabilizar la moneda impide contar con una política monetaria, fiscal y crediticia para un mejor crecimiento, así como una política cambiaria para mejorar la competitividad, proteger la planta productiva nacional y ajustar el déficit de comercio exterior. Al no contar con las condiciones macroeconómicas productivas y financieras capaces de estabilizar la moneda se requiere de la entrada de capitales, para esto se requerirá de políticas económicas a favor del capital financiero internacional. En este sentido, cuando el capital ingreso a la economía ejerció presión para la apreciación de la moneda, sin embargo ante la falta de condiciones solidas para mantener el flujo de capitales, en el corto plazo estos no dejaron de ingresar sino que emprendieron una salida masiva con la consecuente presión a la depreciación de la moneda.

En este sentido vemos que los elementos que hacen posible la estabilidad monetaria y la apreciación cambiaria terminan debilitando la estructura productiva de la economía, además de generar incertidumbre, lo cual genera acciones especulativas que desestabilizan la moneda local. Al modificarse las condiciones macroeconómicas y de rentabilidad deseadas por el capital, y al existir expectativas devaluatorias, este sale de dichas economías y devalúa las monedas y los activos financieros. En cuanto a los efectos de la política fiscal de equilibrio de gasto y una política monetaria contraccionistas, en las condiciones descritas de la economía mexicana, se concluye que son transitorios, ya que el alza de la tasa de interés esta dirigida a alcanzar la estabilidad monetaria – cambiaria y termina apreciando la moneda, lo que afecta la competitividad de la producción nacional, junto con la dinámica de acumulación y el déficit de comercio exterior.

Por otra parte, cuando la política económica trata de frenar la salida de capitales a través de fomentar el aumento de la tasa de interés para hacer más atractivo a los inversionistas el que inviertan en el país, origina que las empresas al ver incrementado el costo del financiamiento –tienen que reducir la oferta de bienes y servicios, además de subir el precio de los bienes que ofrecen. Esto tiene una repercusión desfavorable sobre la competitividad, pues el país también se ve afectado en el sentido de que habrá una subutilización de la capacidad productiva de las empresas, que hace el crecimiento económico. Los problemas financieros a los que se enfrentan los empresarios bajo estas condiciones son⁸²:

- El alza de la tasa de interés acentúa los problemas financieros de las empresas, no solo por que aumenta el costo del servicio de la deuda, sino por que también disminuye el valor presente de los ingresos futuros.

⁸² La elevada tasa de interés que se alcanzo en el periodo 1994-1995 significaron un fuerte aumento en las cargas financieras de las empresas en relación con sus costos, a nivel del crédito corporativo, los indicadores muestran que al termino de 1994, de 100 firmas 13 ya presentaban atraso en sus obligaciones de pago. Un año después la insolvencia se extendió alcanzando una cifra record del 45 por ciento: de cada 100 firmas 45, incurrían en incumplimiento de pagos. Tomado de Calva José Luis “crisis de los deudores”, en Alicia Girón y Eugenia Correa. Crisis Bancaria y de Cartera. México IIE, UNAM, 1997.

- Se generan problemas de insolvencia, lo cual afecta la actividad económica.

Desde la transición del cambio de gobierno, se siguió con políticas macroeconómicas optadas por gobiernos anteriores, cuyo objetivo era sentar las bases para una estabilidad a largo plazo, en donde se implementaron políticas como la disciplina fiscal y el control de la inflación que tiendan a lograr el objetivo de un crecimiento estable⁸³.

3.3.1 DISMINUCIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO.

El Producto Interno Bruto (PIB), continuó oscilando en niveles bajos el cual registro al cierre del año 2001 un efecto negativo, lo que reflejo una variación al cierre trimestral de -0.4, es decir las políticas propuestas para llevar acabo una estabilidad en el corto plazo no se reflejaron al termino del primer año del cambio de gobierno, lo que a su vez la inversión de cartera tuvo un efecto negativo de -0.45, lo cual obedece a efectos negativos que se reflejaron para la economía, ya que la inflación se ubico en 4.4 por ciento, esto no reflejo los efectos que el banco central llevaría acabo en base a su política monetaria, el tipo de cambio cerro en 9.33 pesos/dólar.

En el siguiente cuadro se muestra la variación anual del PIB e Inflación:

Cuadro 1.1 VARIACIÓN ANUAL DEL PIB/INFLACIÓN

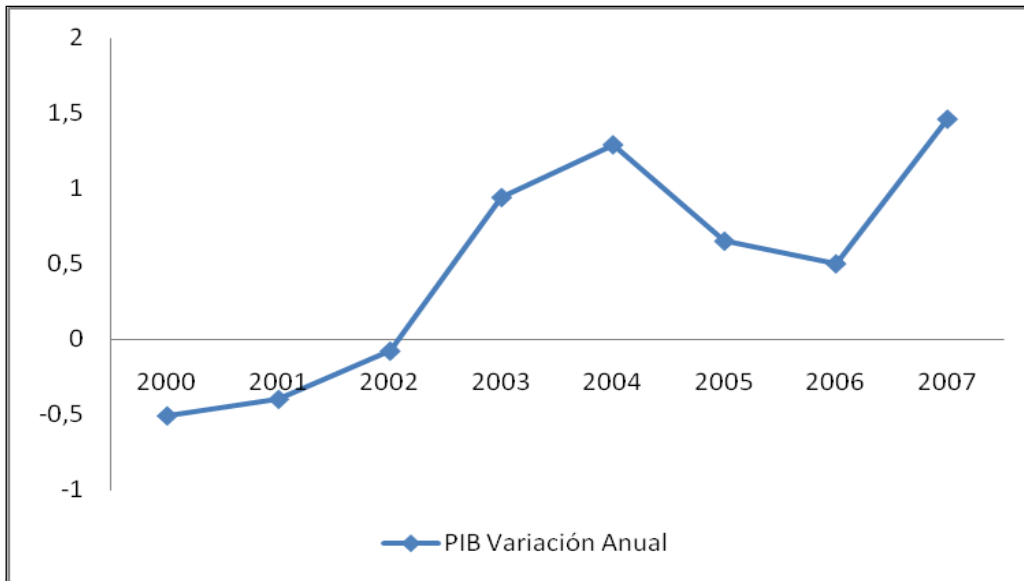
Periodo	PIB	Variación	Inflación	Variación
2000	5,281,597,710	0,05	9	-0,27
2001	5,455,819,594	0,03	4,4	-0,51
2002	6,072,270,197	0,11	5,7	0,30
2003	6,624,603,876	0,09	4	-0,30
2004	7,481,058,152	0,13	5,2	0,30
2005	7,972,763,104	-1,00	3,3	-0,37
2006	8,690,107,363	0,09	4,1	0,24
2007	9,469,243,643	0,09	3,8	-0,07
2008	11,994,130	0,27	6,5	0,71

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

⁸³ Véase Plan Nacional de Desarrollo 2000-2006 en donde el ejecutivo se plantea entre otros La Comisión para el Crecimiento con Calidad el cual tiene como tarea conducir responsablemente la economía, ampliar y extender la competitividad y promover un crecimiento dinámico, incluyente y sustentable, que abra “oportunidades de una mejor vida para todos”.

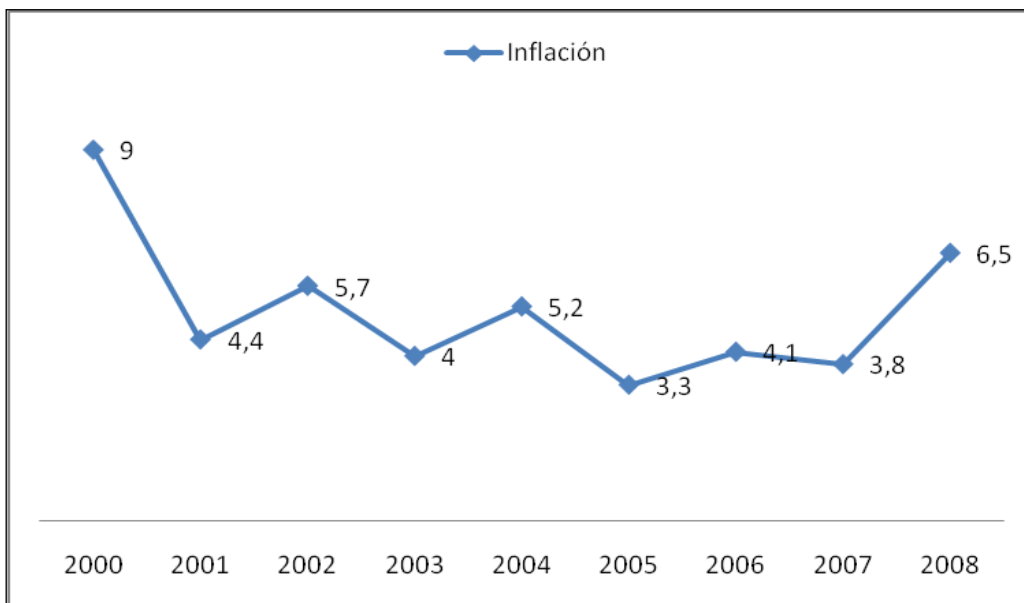
El crecimiento económico no pudo desarrollarse, ya que el PIB demostró descensos en cada año, destacando el 2000, 2001 y 2002. Cabe señalar que el objetivo de crecimiento del PIB, era por arriba del 7 por ciento. Sin embargo la inflación si tuvo niveles bajos debido a los ajustes del Banco Central el cual aplico políticas estabilizadoras vía el corto para poder estabilizar el nivel de precios, el cual no afectara la economía en el corto plazo. Véase graficas 1.1 y 1.2

Grafica 1.1 Producto Interno Bruto



Fuente: Elaboración Propia con datos de INEGI.

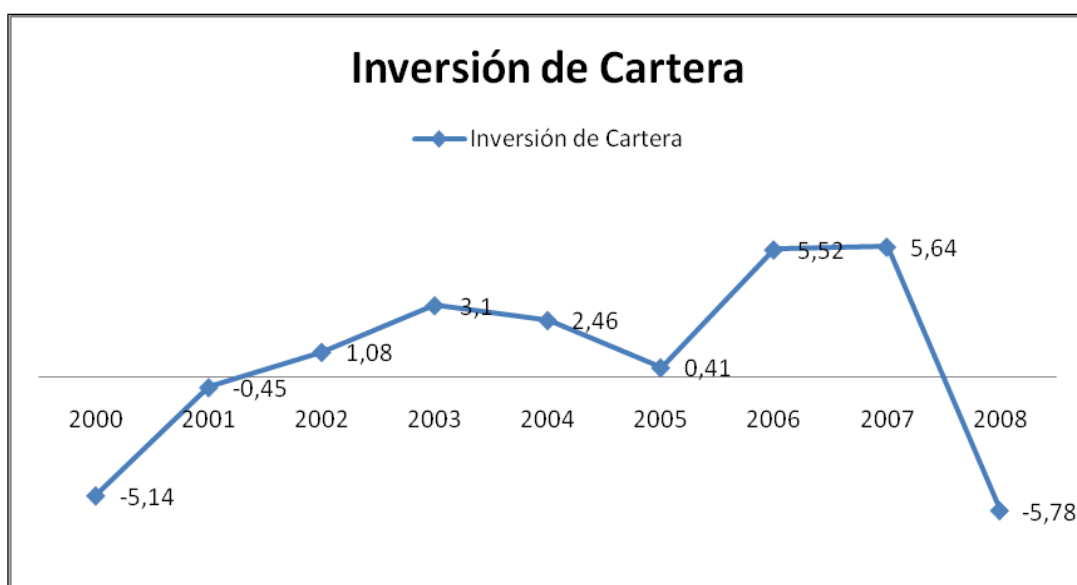
Grafica 1.2 Inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Por lo tanto, la inversión de cartera tuvo efectos negativos ya, que para el año 2000 se tenían previstas las elecciones presidenciales, esto causo cierta incertidumbre entre los inversionistas, ya que para el cuarto trimestre del 2000 la inversión de cartera registro un nivel negativo de -5.14 por ciento de entrada hacia el país, lo cual reflejo que las políticas económicas implementadas por el gobierno, aún no tenían efecto, de hecho solo destacan con un buen incremento los años 2006 y 2007, respectivamente.

Grafica 1.3 INVERSIÓN DE CARTERA



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

Respecto al tipo de cambio el cual es fundamental para determinar la entrada de capitales, este es fijado vía la política cambiaria, el cual va de la mano con el tipo de política que el gobierno se plantea y que es el objetivo de cada nación, ahora tenemos que tomar en cuenta que el mercado cambiario implica el sistema de cambio el cual está influenciado por la oferta y la demanda de divisas. La paridad puede ser modificada en el sentido del alza (revaluación) o de la baja (devaluación), según se trate de un desequilibrio por superávit o de por déficit⁸⁴. Los países evitan en lo posible la revaluación, porque ocasiona desventajas comerciales, ya que afecta el poder de competencia de las exportaciones y favorece las importaciones, así como las salidas de capital.

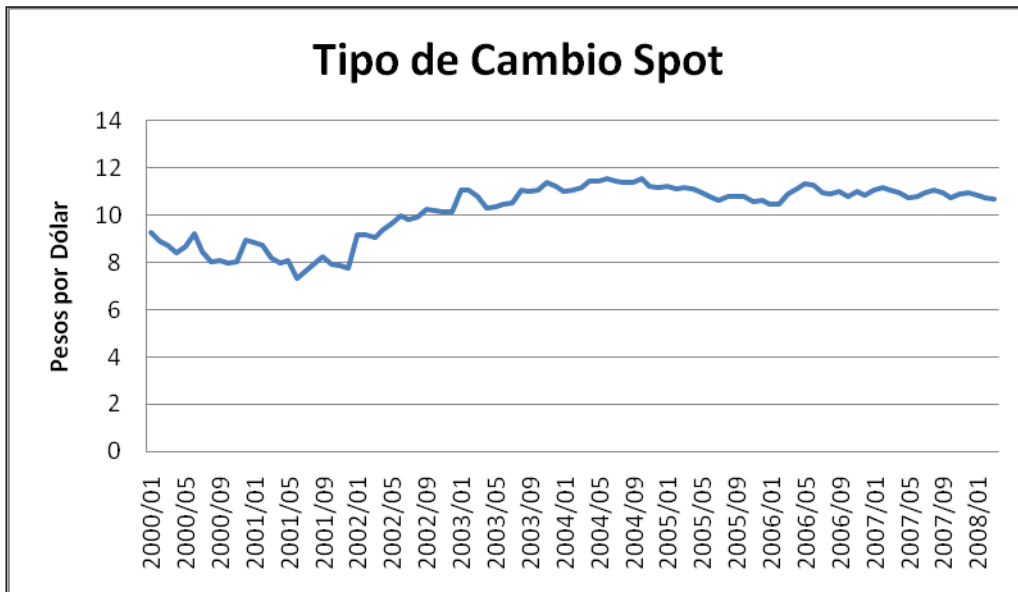
⁸⁴ El caso más frecuente es el de revaluación.

Si el mercado internacional de los productos exportables es bastante competitivo, el país que revalúa no puede aumentar los precios de sus exportaciones para compensar los efectos de la revaluación y los exportadores recibirán menores ingresos en moneda nacional, aunque, por otra parte, se podrán adquirir más bienes y servicios extranjeros por la misma cantidad de moneda nacional que antes de la revaluación (y sujeto a que los precios internacionales de la importación no suban), estos deben ser los efectos perseguidos, para el ajuste de la balanza de pagos en caso de superávit: reducción de la exportación, o menor ritmo de aumento de la importación.

La devaluación permite que los exportadores reciban mayores ingresos en moneda nacional, sin alteración de los precios internacionales de sus productos, o aun con una baja de proporción menor que la de devaluación; en este último caso podrá lograrse, si la demanda externa es algo elástica, un incremento de la exportación, que es una meta perseguida para el reequilibrio de la balanza de pagos; por otra parte, los importadores tendrán que desembolsar mayor cantidad de moneda nacional para adquirir determinado volumen de importaciones y, dada la elasticidad de la demanda de éstas, podrá ocurrir una disminución de las mismas, que es otra de las metas de ajuste que se persigue con la medida. La producción nacional, si disfruta de una oferta elástica en relación con cierta capacidad productiva ociosa o recursos disponibles y utilizables en corto plazo, podrá beneficiarse con la situación creada y de este modo la economía interna puede superar dentro de algún tiempo los efectos depresivos del desequilibrio pasivo de la balanza de pagos, los ingresos de capital además, resultan beneficiados por la devaluación.

Con respecto a la evolución del peso y al euro, realizamos una correlación entre el tipo de cambio peso por dólar y euro por dólar, con lo cual obtuvimos una correlación de 0.67990285, lo que quiere decir que es que las empresas se ven afectadas ya que los insumos que importan cada vez subirá de precio y este precio se vera reflejado en los consumidores, por lo que las empresas tendrán o ya están tomando las medidas necesarias para poder satisfacer su demanda, ya que a ellos no les conviene contar con un excedente de oferta. Por lo que en nuestras correlaciones el peso en el tipo de cambio va perdiendo en comparación con el euro y el dólar es más fluctuante debido a la desaceleración que vive el país vecino. Véase grafica 1.4

1.4 Tipo de Cambio Spot



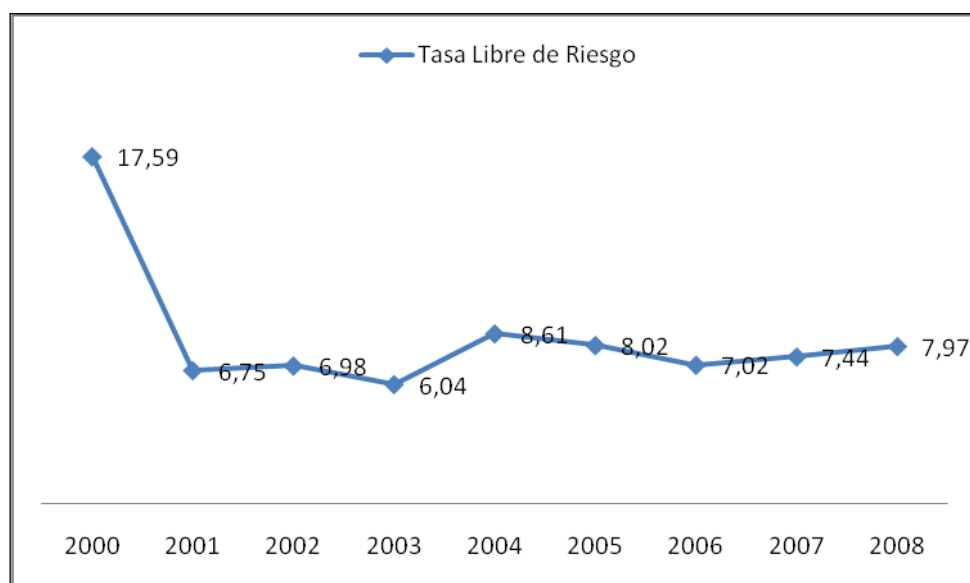
Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Las tasas de interés, como el Cete que finge como líder tuvo un alza debido a los problemas económicos que enfrenta la economía, ya que al no contar con datos alentadores en variables clave, para poder impactar en el crecimiento económico⁸⁵. Principalmente tuvo que inclinarse a favor de grandes inversionistas, no obstante tuvo un impacto negativo hacía el ahorro interno. Como lo indica la grafica 1.5

⁸⁵ En efecto, en el año 2002 el Banco de México aplico una política restrictiva, al aumentar el corto de 300 a 400 millones de pesos. El banco central argumento que esta postura estuvo en concordancia con las presiones que se registraron sobre los precios, por lo que se aplico tal medida.

Por su parte la secretaría de Hacienda menciona que se debería mantener la disciplina fiscal en las finanzas del país y respetar el limite de endeudamiento que propuso el Congreso, las herramientas que tiene la dependencia para enfrentar la volatilidad financiera es ajustar el gasto ante una trayectoria de menores ingresos, buscar fuentes de ingresos estables, reducir el costo financiero de la deuda del gobierno federal, reducir los gastos excesivos y buscar espacios para el ahorro.

Grafica 1.5 TASA LIBRE DE RIESGO ANUAL



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Las correlaciones de la inversión de cartera en variables clave arrojan los datos siguientes:

Inversión de cartera /Inflación -0,02604565
--

Inversión de Cartera/Cetes -0,074011774
--

Inversión de Cartera/ Tipo de Cambio Spot -0,20314032
--

Fuente elaboración propia con datos de Banxico

Esto nos dice que representan una correlación negativa perfecta, lo que quiere decirnos que varían en forma inversa en la misma proporción. Por lo tanto la inversión no esta determinada por estas variables, pero si son una fuente para la toma de decisiones, ya que sin estas la información quedaría excluyente para poder tomar decisiones, y así poder invertir en una industria que maximice las ganancias ya sea en el corto o largo plazo y garanticen rendimientos por arriba de la especulación. Esto nos lleva a determinar que debemos de observar la opción de financiamiento ó de inversión en base al análisis, por lo que se debe de estudiar los instrumentos financieros, sin olvidar la disponibilidad de los recursos, lo que nos lleva a un equilibrio financiero.

3.4 INFLUENCIA DEL IPC

Las bolsas de valores⁸⁶ de todo el mundo son instituciones que las compañías establecen en su beneficio. A ellas acuden los inversionistas como una opción para tratar de proteger y acrecentar su ahorro financiero, aportando los recursos que, a su vez, permiten, tanto a las empresas como a los gobiernos⁸⁷, financiar proyectos productivos y de desarrollo, que generan empleos y riqueza. En este sentido, la BMV ha fomentado el desarrollo de México, ya que, junto a las instituciones del sector financiero, ha contribuido a canalizar el ahorro hacia la inversión ya sea productiva o de cartera.

En la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores, siendo su objeto el facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad, a través de las siguientes funciones:

- Establecer los locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores, títulos de crédito y demás documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV), así como prestar los servicios necesarios para la realización de los procesos de emisión, colocación en intercambio de los valores descritos.
- Proporcionar y mantener a disposición del público y hacer publicaciones sobre la información relativa a los valores inscritos en la BMV y los listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones de la propia Bolsa, sobre sus emisores y las operaciones que en ella se realicen.

⁸⁶ Las bolsas de valores son mercados organizados que contribuyen a que esta canalización de financiamiento se realice de manera libre, eficiente, competitiva, equitativa y transparente, atendiendo a ciertas reglas acordadas previamente por todos los participantes en el mercado.

⁸⁷ Nacional Financiera (Nafinsa) emitió en abril del 2002, el NAFTRAC cuyo objetivo es reproducir el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores y facilitar a pequeños inversionistas el acceso a inversiones patrimoniales. El Naftrac le permite a sus tenedores, las siguientes ventajas: Diversificación, indexación, transparencia y liquidez, oportunidad de arbitraje, menores costos operativos, y un amplio mercado secundario. Es el primer instrumento en su tipo en Latinoamérica. Está indexado al Índice de Precios y Cotizaciones en un 100%, y su éxito ha sido tan claro que a la fecha ocupa un lugar destacado en términos de bursatilidad de todo el mercado accionario. Al comprar NAFTRAC se compran las acciones del IPyC.

- Establecer las medidas necesarias para que las operaciones que se realicen en la BMV por las casas de bolsa, se sujeten a las disposiciones que les sean aplicables.
- Expedir normas que establezcan estándares y esquemas operativos y de conducta que promuevan prácticas justas y equitativas en el mercado de valores, así como vigilar su observancia e imponer medidas disciplinarias y correctivas por su incumplimiento, obligatorias para las casas de bolsa y emisoras con valores inscritos en la BMV.
- Aumenta el valor de la empresa, ya que al emitir acciones resultan ser más atractivas y tienden a generar mayor valor para sus accionistas, en comparación a empresas que no cotizan en el mercado bursátil.
- Fortalece la estructura financiera, mediante una oferta pública de instrumentos de deuda o capital, donde se puede: optimizar costos financieros, obtener liquidez inmediata, consolidar y reestructurar pasivos, modernizarse y crecer y financiar investigación y desarrollo.

Las empresas que requieren recursos (dinero) para financiar su operación o proyectos de expansión, pueden obtenerlo a través del mercado bursátil, mediante la emisión de valores (acciones, obligaciones, papel comercial, etc.) que son puestos a disposición de los inversionistas (colocados) e intercambiados (comprados y vendidos) en la BMV⁸⁸, para realizar la oferta pública y colocación de los valores, la empresa acude a una casa de bolsa que los ofrece (mercado primario) al público inversionista. De ese modo, los emisores reciben los recursos correspondientes a los valores que fueron adquiridos por los inversionistas. Una vez colocados los valores entre los inversionistas en el mercado bursátil, éstos pueden ser comprados y vendidos (mercado secundario) en la BMV, a través de una casa de bolsa.

⁸⁸ La Bolsa Mexicana de Valores es el lugar físico donde se efectúan y registran las operaciones que hacen las casas de bolsa. Los inversionistas compran y venden acciones e instrumentos de deuda a través de intermediarios bursátiles, llamados casas de bolsa. Es muy importante recalcar que la BMV no compra ni vende valores.

El inversionista canaliza sus órdenes de compra o venta de acciones a través de un promotor⁸⁹ de una casa de bolsa. Las ordenes de compra o venta son transmitidas de la oficina de la casa de bolsa al mercado bursátil a través del Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación (BMV-SENTRA Capitales) donde esperarán encontrar una oferta igual pero en el sentido contrario y así concluir la operación. Una vez que se han adquirido acciones o títulos de deuda, se puede monitorear su desempeño en los periódicos especializados, o a través de los sistemas de información impresos y electrónicos de la propia Bolsa Mexicana de Valores así como en el SiBOLSA.

3.4.1 IPYC COMO INDICADOR DEL MERCADO ACCIONARIO

El IPyC es el principal indicador en el comportamiento del mercado accionario de la BMV, el cual expresa el rendimiento de este, tomando como referencia las variaciones de precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del total de los títulos accionarios cotizados en la BMV. La muestra se revisa anualmente y se integra por alrededor de 35 emisoras de distintos sectores de la economía. Aplicado en su actual estructura, el IPC manifiesta la situación del mercado bursátil y constituye un indicador altamente confiable. Pondera la participación de cada una de las empresas que comprende la muestra con base en el valor total de mercado de sus acciones en circulación. La mecánica de cálculo, y ajuste por derechos, es definida por la BMV, y es actualizado automáticamente en tiempo real como consecuencia de las operaciones registradas en los títulos accionarios integrantes de la canasta durante cada sesión de remate.

El IPyC puede atraer inversión ya sea para fines especulativos o para financiar proyectos de inversión, sin embargo su comportamiento esta vinculado con otros mercados, principalmente con el indicador de la Bolsa de Nueva York, el Índice Dow Jones y el NASDAQ que son las bolsas mas importantes. Cabe mencionar que a través del tratado de libre comercio el país se empezó a involucrar en las actividades económicas de los Estados Unidos.

Los inversionistas están atentos a la información que expide la bolsa, esto es:

- ✓ A los reportes financieros que emiten trimestralmente cada una de las empresas que cotizan en ella: Esto es, sirve como panorama para poder observar el comportamiento de la economía a nivel microeconómico.

⁸⁹ Estos promotores son especialistas registrados que han recibido capacitación y han sido autorizados por la CNBV.

- ✓ Los precios del petróleo que pueden incrementar la aversión al riesgo: Los excedentes petroleros son la principal fuente de ingresos al ejecutivo, por lo que al observar su comportamiento se tendrá una visión de cómo se podrá hacer frente a una política fiscal.
- ✓ El impacto de la economía estadounidense que repercute en la actividad económica del país:

El IPyC ha tenido un comportamiento oscilatorio, ya que expresa el rendimiento del mercado accionario, en función de las variaciones de los precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la Bolsa, por lo que es un reflejo de la actividad económica, sin embargo solo esta representada por alrededor de 35 empresas de todos los sectores de la actividad económica, lo cual no podría reflejar la producción total del país, ya que en México las pequeñas y medianas empresas (Pymes) constituyen el 97% del total de las empresas, generadoras de empleo del 79% de la población y generan ingresos equivalentes al 23% del Producto Interno Bruto (PIB), lo anterior es una clara señal que debemos poner atención a este tipo de empresas y verlas como lo que en realidad son: la base de la economía mexicana, ya que se han quedado rezagadas e incapaces de competir y participar en los mercados debido a que no están preparadas para las exigencias que la globalización les impone.

En la Tabla 1 podemos observar la composición de las empresas mexicanas por tamaño y por sector en términos porcentuales

Tabla 1. Clasificación de empresas en México por tamaño y por sector en términos porcentuales

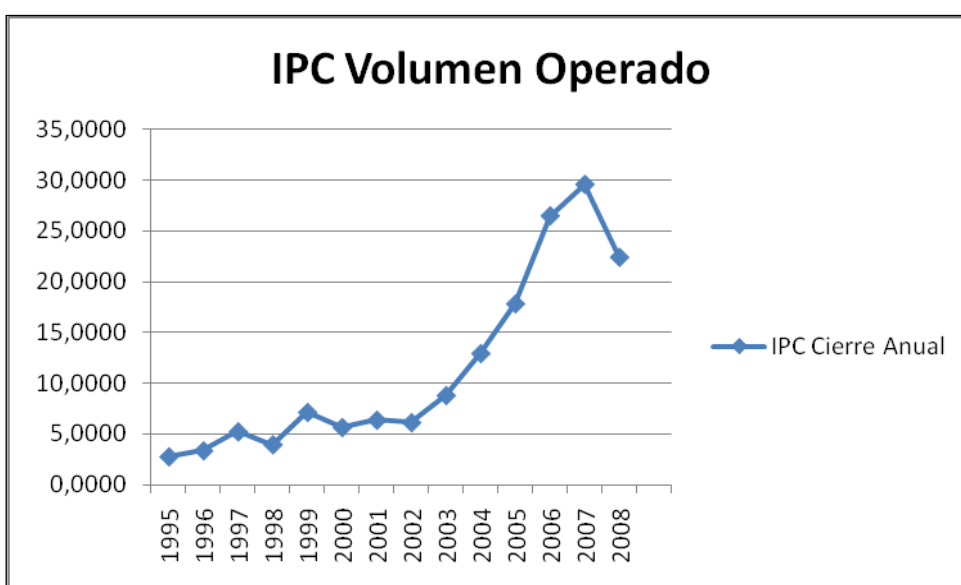
Composición por tamaño y sector (participación porcentual)				
Tamaño	Sector			Total
	Industria	Comercio	Servicios	2,844,308
Micro	94.4	94.9	97.4	95.7
Pequeña	3.7	4.0	1.6	3.1
Mediana	1.7	0.9	0.5	0.9
Grandes	0.4	0.2	0.4	0.3
Total	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Podemos deducir que el IPC al ser un índice que determina el comportamiento solo de las grandes empresas en México, finge como alentador para poder atraer inversión, pero solo el inversionista determinara si su opción es comprar o vender en el mercado primario y/o secundario según sus expectativas.

El comportamiento del IPC al cierre de los años (1995 – 2008), se muestran en la siguiente grafica, técnicamente demuestra los niveles operados de las acciones, donde los volúmenes de operación pueden disminuir y/o incrementar, reflejando la fuerza en el movimiento del índice, lo que refleja expectativas de volatilidad.

Grafica 1.1 VOLUMEN DEL IPC ANUAL



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

Lo importante es saber que rendimiento me va a dar el mercado y este debe de ser superior al de la inflación, por lo cual importancia de inflactar y deflactar: en el sistema financiero se toman pesos constantes y su importancia es que me esta diciendo con respecto a la inflación ya que es aquí en este calculo donde voy a ver el verdadero rendimiento de una inversión. Los elementos que conforman la tasa de interés teóricamente: inflación, riesgo país⁹⁰ → tasa libre de riesgo, estos elementos incorporan la prima de riesgo, en donde el tiempo es fundamental, por lo que podemos deducir que a mayor plazo mayor será la prima de riesgo.

⁹⁰ El riesgo país, medido a través del EMBI+ de J.P. Morgan, es la diferencia que existe entre el rendimiento de la deuda pública de un país emergente respecto del que ofrece la deuda pública norteamericana, que se considera "libre" de riesgo.

3.4.2 RIESGO PAÍS

El riesgo país de México, medido a través del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) de J.P. Morgan, es determinante para los inversionistas, ya que las calificadoras se encargan de calificar que tan riesgoso es un país en comparación con su deuda soberana, este indicador puede afectar la paridad cambiaria, forzando a los especuladores a mirar mercados menos propensos, sin embargo los inversionistas dedicados a América Latina normalmente rotan su dinero entre Brasil y México pero, debido a las actuales condiciones de mercado, están forzados a mirar más detenidamente a algunas acciones en Argentina, Chile y Colombia. No obstante un aumento de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, y una mejora en los mercados financieros resultara en los diferenciales de riesgo-país⁹¹.

Sin embargo la utilidad que se le da a este índice depende de quien lo tome y en base a sus expectativas. Quienes consideran que el índice es útil suponen que cuando se mantiene dentro de rangos "normales", su evolución puede indicar el rumbo que tendrá la economía de un país. Este razonamiento se basa en el movimiento de la inversión, si el país se vuelve menos riesgoso y los indicadores bajan, entonces se atraerán capitales, la inversión aumentará y por lo tanto el empleo y el producto.

Quienes no creen en la utilidad del índice critican al índice desde varios lados. En primer lugar, sostienen que este "riesgo-país" es un indicador de la solvencia de un país y de la calidad de determinadas políticas económicas medidas desde el punto de vista de los acreedores de la deuda externa. Y esta medición sirve para sostener su influencia. De hecho, lo que cuenta en realidad, en este tipo de mediciones, es el nivel de aprobaciones y compromisos para llevar a cabo o para completar las reformas estructurales acordadas con las demandas del Consenso de Washington principalmente. Además que la metodología utilizada, se basa en percepciones y por lo tanto el resultado que se obtiene es subjetivo.

⁹¹ El nivel mínimo histórico del riesgo país de México es de 71 puntos (el 1 de junio de 2007) y el nivel más alto (624 puntos el 24 de octubre de 2008).

CONCLUSIÓN

Al analizar y hacer un diagnóstico, nos ha llevado a determinar que la decisión de los inversionistas en destinar sus activos hacia el capital especulativo está relacionado con diversos aspectos como son:

- Debilidad en el sistema productivo
- Desigual liberalización financiera que les facilita entrar y salir sin restricciones
- Desequilibrios en balanza de pagos
- Reducción en reservas internacionales
- Bajos niveles de ahorro interno y
- Altos rendimientos esperados a corto plazo

Por lo que las medidas para poder prevenir dichos efectos tenderán a estar dirigidas hacia promover el ahorro interno de la economía que fortalezca el sistema productivo, el cual se complementara con una legislación que tendiera a ser muy cuidadosa para evitar la fuga de capitales, los cuales originan desequilibrios financieros, como los experimentados en años recientes. Al fortalecer el sistema productivo, originara la reactivación de la economía y consecuentemente un incremento en la demanda efectiva, lo que será un atractivo para inversionistas nacionales como internacionales que dirijan sus inversiones al sistema productivo, por que es aquí en donde el país gana, ya que se estaría garantizando beneficios tanto para la productividad interna como externa.

Los desequilibrios en la balanza de pagos son parte de una consecuencia por el afán de atraer capital, ya que el objetivo para financiar el déficit en cuenta corriente se ha determinado por la liberalización, lo que origina que la política fiscal sólo produzca efectos transitorios en la economía. Complementándose con una política monetaria que mantiene una tasa de interés elevada para alcanzar la estabilidad monetaria – cambiaria, la cual tiene éxito en la apreciación de la moneda, lo que afectará la competitividad de la producción nacional y habrá una subutilización de la capacidad instalada⁹².

⁹² La política monetaria tendrá un efecto en las tasas de interés, que en términos microeconómicos las empresas estarían fuertemente afectadas, por que tienen que aumentar el precio de los bienes y servicios que ofrecen, reducir su oferta y enfrentar problemas financieros que los llevaría a la quiebra.

Cuando el capital ingreso a la economía mexicana, ejerció presión para la apreciación de la moneda, sin embargo ante la falta de condiciones sólidas y productivas que mantuvieran el flujo de capitales en el corto plazo, estos no sólo dejaron de ingresar, sino que emprendieron una fuerte salida, que orillo a la depreciación de la moneda. Por lo que los elementos que hacen posible la estabilidad de la moneda y la apreciación cambiaria terminaron debilitando la estructura productiva de la economía, además de generar incertidumbre, la cual crea acciones especulativas que debilitan la moneda y devalúa los activos financieros.

Sin embargo el proceso de desregulación financiera aplicado en México tuvo éxito con el objetivo de atraer capitales para financiar el déficit de la balanza de pagos, que es uno de los principales problemas que aqueja al país, no obstante lejos de atraer inversión con fines productivos, fue inversión volátil, la cual no garantiza una estabilidad tanto económica como financiera.

Aportación:

Básicamente se basan en:

- ▶ Promover la inversión especulativa, pero que mejore los activos financieros y el sector productivo, ya que es aquí en donde se beneficiara la economía interna, y este beneficio impactara el sector externo.
- ▶ Promover un ahorro interno, que equilibre la balanza de pagos en momentos en donde se cuente con desequilibrios en la cuenta corriente y así evitar al menos la entrada masiva de capitales que originan desequilibrios en las variables financieras
- ▶ Aplicar un impuesto similar al IDE (impuesto a depósitos en efectivo) o IETU (impuesto empresarial a tasa única), que ha afectado al sector productivo, pero es una alternativa que el gobierno le atribuye importancia, ya que es una forma de fondearse. Ya que de enero a noviembre de 2008, el IETU apenas había recaudado unos 43,960.6 millones de pesos (mdp), un 36.9% debajo de la cifra que esperaba reunir en todo el año (69,688 mdp) y para 2009 la expectativa no es mejor, apenas unos 55,408 mdp, según cifras de la Secretaría de Hacienda.
- ▶ Que la información sea transparente, ya que una forma de especular es contar con información privilegiada y esta no es sancionada ni por los organismos reguladores locales e internacionales.
- ▶ Las instituciones federales deben de condicionar la entrada a estos capitales, ya sea en el corto o mediano plazo.

Se podrían mencionar un sin número de propuestas, pero el objetivo principal redundaría en beneficiar al país, ya que los capitales golondrinos siempre existirán y difícilmente dejarían de especular en países como el nuestro.

Sin embargo al contar con una política monetaria que fortalezca la paridad cambiaria y el nivel de precios, se podrá beneficiar a un país que

cuenta con una población de cerca de cien mil habitantes y cerca del 93 por ciento vive en niveles pobreza, en donde el nivel de riqueza no es equitativo. Ante esto tomar conciencia de que existe un nivel bajo sobre el conocimiento de educación financiera que ayudaría a tomar decisiones sobre como ahorrar e invertir, no importando que sean en niveles bajos, lo importante se basara en que el dinero no pierda valor ante la inflación, ya que al asegurar un nivel de inflación que se ajuste a los salarios, va de la mano con las decisiones sobre como poder ahorrar.

9. Bibliografía:

Bibliografía de consulta:

Adolfo C. Diz

Oferta Monetaria

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Andrés Fernández Díaz. José Alberto Parejo Gàmir. Luis Rodríguez Sáiz.

Política Económica Cuarta Edición.

MC Graw Hill

Antonio Chagìn

Economía Mexicana para Todos

Editorial Quarzo Paginas 17- 53

Alicia Girón González

Crisis Financieras

UNAM (Instituto de Investigaciones Económicas)

Alfonso de Lara

Productos derivados Financieros (Instrumentos, Valuación y Cobertura de Riesgos).

Noriega Editores. Capítulos: 1,2 y 3.

Alfonso de Lara

Medición y Control de Riesgos Financieros. Tercera Edición.

Noriega Editores. Capítulos: 1, 2, 3,4 y 5.

Benjamín García Páez

Habilidades para el Estudio de la Ciencia Económica.

Facultad de Economía UNAM Junio 2004.

David Laider

La Demanda de Dinero (2a. edición revisada)

Antoni Bosch, Editor

Domingo Jorge Messuti, Víctor Adrian Álvarez, Hugo Romano Graffi

Selección de Inversiones Introducción a la Teoría de la Cartera

Ediciones Macchi

Buenos Aires Argentina.

Eugenia Correa y Alicia Girón. Coordinadoras

Economía Financiera Contemporánea

DGAPA UNAM Acatlán. Tomo IV

Fernando Velázquez Vadillo

El Financiamiento Bancario de las Empresas Industriales en México Un Estudio Desde la Perspectiva Del Funcionamiento del Sistema Financiero

Bibliotecas de Ciencias Sociales y Humanidades Serie Economía UAM Azcapotzalco.

Felipe Larraín B. Jeffrey D. Sachs.

Macroeconomía en la Economía Global Segunda Edición.

Pearson Prentice Hall.

Guadalupe Màntey de Anguiano

Noemí Levy Orlik

Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados

DGAPA UNAM Acatlàn. 2003

Harry G. Johnson

Inflación, Revolución y Contra revolución Keynesiana y Monetarista.

Ediciones Orbis.

Javier Márquez Diez – Canedo.

Carteras de Inversión Fundamentos Teóricos y Modelos de Selección Óptima

Editorial Limusa, México

Jeff Madura

Mercados e Instituciones Financieras

Quinta Edición

Editorial: Thomson Learning.

John Maynard Keynes

Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero

Fondo de Cultura Económica.

John Maynard Keynes, Milton Friedman, A.H. Hansen, P.M. Sweezy y Otros

Crítica de la Economía Clásica.

Editorial: Ariel.

Josep M. Bricall y Óscar de Juan (cordinadores)

Economía Política del Crecimiento, Fluctuaciones y Crisis.

Editorial: Ariel Economía.

Leopoldo Solís

Evolución del Sistema Financiero Mexicano Hacia los Umbrales del Siglo XXI

Siglo XXI Editores.

Luis Pazos

El Gobierno y la Inflación.

¿Quién provoca el aumento de precios?

Editorial Diana México.

Oscar Luis Ortiz Soto

El Dinero la Teoría, la Política y las Instituciones

Facultad de Economía UNAM 2001.

Paul Bourgués

Los Salarios ¿Los Salarios son Responsables de la Inflación?

Editorial Nuestro Tiempo.

Paul Elzig

Fines y Medios de Política Monetaria

Edit. Seix Barral S.A. Barcelona 1964

PAG. 17 – 56

Philippe Jorion

Valor en Riesgo

Noriega Editores.

María Luisa Quintero Soto

Coordinadora

Liberalización Financiera y Déficit Público

DGAPA UNAM Acatlán. 2003.

María Luisa Quintero Soto, Emilio Aguilar Rodríguez. Coordinadores

Financiamiento de los Mercados Emergentes ante la Globalización.

Miguel Ángel Porrúa.

Martha Arman. Nalin Kulatilaka

Opciones Reales (Evaluaciones de Inversiones en un Mundo Incierto)

Editorial Gestión 2000.

Milton y Rose Friedman

Libertad de Elegir.

Ediciones Orbis, S.A.

Rosario Green

Los Mitos de Milton Friedman

Editorial Nueva Imagen.

Bibliografías Electrónicas:

Análisis económico Santander:

<http://www.elfinanciero.com.mx/ElFinanciero/Portal/cfpages/contentmgr.cfm?fuente=nav&docId=47&docTipo=2>

Comunicados Banco de México Varios Años (2000-2008):

Informes anuales:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones/JSP/informeAnual.jsp>

Informe de Política Monetaria Anual:

http://www.banxico.org.mx/pubest/b_progpolicamonetaria.html

Cámara de diputados H. Congreso de la Unión: Centro de Estudios de las Finanzas Públicas www.shcp.gob.mx

<http://www.condusef.gob.mx/Revista/historico2009.html>

<http://www.economias.com/>

http://www.cnbv.gob.mx/noticia.asp?noticia_liga=no&com_id=0&sec_id=3&it_id=4

<http://www.olafinanciera.unam.mx/>

http://news.google.com.mx/news?pz=1&ned=es_mx&topic=b

<http://www.banamex.com/esp/finanzas/index.html>

<http://www.economias.com/>

Revistas de Apoyo:

BMV-Educación

Inducción al Mercado de Valores: Material de Apoyo

Boletín diario el Financiero en línea:

<http://www.elfinanciero.com.mx/ElFinanciero/Portal/cfpages/contentmgr.cfm?fuente=nav&docId=47&docTipo=2>

<http://www.banamex.com/esp/esem/categoria.jsp?lng=es&catalogo=Publicaciones>

http://www.iiiec.unam.mx/economia_unam/index.htm

<http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econinforma/357.html>

Consulta Estadística:

En Banco de México:

<http://www.banxico.org.mx/portalesEspecializados/tasasInteres/tasaObjetivo.html>

<http://www.banxico.org.mx/portalesEspecializados/inflacion/indicadores.html>

<http://www.banxico.org.mx/indicadores/fix.html>

<http://www.banxico.org.mx/portalesEspecializados/reservasInternacionales/indicadores.html>

En INEGI:

<http://www.inegi.org.mx/inegi/default.aspx?s=est>

<http://dgcnesyp.inegi.org.mx/cgi-win/bdieintsi.exe/Buscar>

In Economic Report of the President: <http://www.gpoaccess.gov/eop/>

Banamex:

http://www.banamex.com/esp/finanzas/tasas_paridad_inflacion/tasas.html

http://www.banamex.com/esp/finanzas/sec_prod/sector_productivo.html

<http://www.banamex.com/esp/finanzas/divisas/divisas.html>

http://www.banamex.com/esp/finanzas/economia_int/economia_int.jsp

Secretaría de Hacienda y Crédito Público:

<http://www.shcp.gob.mx/FINANZASPUBLICAS/Paginas/default.aspx>

<http://www.shcp.gob.mx/EGRESOS/Paginas/default.aspx>

<http://www.shcp.gob.mx/INGRESOS/Paginas/default.aspx>