

28
2 y

FACULTAD DE ECONOMIA
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO



"POLITICA MONETARIA, MERCADOS FINANCIEROS
Y CRECIMIENTO ECONOMICO
(LA EVIDENCIA MEXICANA)"

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
PRESENTA
SAMUEL DANIEL GARCIA ANGULO



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 está 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.

**POLITICA MONETARIA, MERCADOS FINANCIEROS
Y CRECIMIENTO ECONOMICO
(LA EVIDENCIA MEXICANA)**

SUMARIO

INTRODUCCION	5
I. ELEMENTOS DEL PASADO RECIENTE (EL MEXICO DE LOS 80'S)	12
1. CRISIS Y ESTRANGULAMIENTO EXTERNO	14
2. LOS PACTOS E IMPACTOS	18
3. REACOMODO DEL SISTEMA FINANCIERO	20
II. POLITICA MONETARIA Y TASAS DE INTERES: UNA VISION TEORICA	25
1. TASA DE INTERES: CAUSALIDAD Y FORMACION ..	26
2. TASAS, PRECIOS Y CRECIMIENTO	27
3. MASA MONETARIA, TASAS Y PRECIOS	29
III. TASAS REALES Y ACTIVIDAD ECONOMICA	36

1. CONSUMO E INVERSION. EFECTOS	38
2. TASAS REALES. CAPITAL PRODUCTIVO Y EMPLEO ..	39
IV. AHORRO Y MERCADOS FINANCIEROS. LA ASIGNACION DE RECURSOS	42
1. AHORRO INTERNO Y TASAS DE INTERES	43
2. MERCADO DE DINERO E INTERMEDIACION LA EFICIENTE ASIGNACION DEL AHORRO	45
V. EL CASO MEXICANO: APLICACIONES Y EVIDENCIA	49
1. CONFORMACION DE TASAS DE INTERES EN MEXICO.	50
2. MEXICO: POLITICA DE TASAS DE INTERES Y CRECIMIENTO ECONOMICO	55
3. MERCADOS FINANCIEROS EN PERSPECTIVA	59
INDICE DE GRAFICAS	67
BIBLIOGRAFIA	69

INTRODUCCION

INTRODUCCION

Una relación muy poco analizada, sobre todo en el caso mexicano, es la que conforman el ahorro financiero interno, la evolución de los mercados financieros nacionales, la política monetaria y el crecimiento económico de largo plazo en los países, a nivel de grandes agregados económicos.

A fin de desmenuzar estas pretendidas concatenaciones debemos especificar sus implicaciones. ¿Qué relación puede existir entre el nivel de ahorro interno, la integración de los mercados de dinero y de capitales al sistema financiero nacional, la determinación de las tasas reales de interés, la conducción de la política monetaria y su incidencia en los agregados macroeconómicos que conforman la demanda global?

El estudiar estas relaciones no solamente tiene que ver con caprichos mentales de elaboración teórica, sino más bien con los desafíos presentes que enfrentan las economías subdesarrolladas, de la cual México forma parte, y ante los cuales no podemos negar su incidencia en el futuro económico inmediato de estos países.

No podemos soslayar el hecho de que existe una menor transferencia de capitales del exterior hacia nuestros países vía otorgamiento de créditos bancarios o gubernamentales.

Tampoco podemos negar que las políticas monetarias -en especial aquellas que tienen que ver con la determinación y control de la tasa de interés- han cobrado un peso específico mayor en el conjunto de las políticas económicas implementadas a través de los denominados "programas de ajuste", "planes de choque" o "programas de estabilización y crecimiento".

Asimismo es innegable -a estas alturas- la aceptación, de parte de la mayoría de los gobiernos, de que vivimos una era de "globalización" tanto en el ámbito financiero, comercial como productivo, y en el cual el concepto de "nación económica" cede su lugar al de "región o bloque económico". Para ello, es imprescindible hacer correr un proceso anterior que es el de "privatización" de los factores productivos, generalizado éste último tanto en el norte como en el sur, en el oriente como en el occidente.

Por último, tampoco podemos abstraernos de la creciente importancia que vienen adquiriendo los intermediarios financieros no bancarios, en especial los mercados de valores -mercado de dinero y de capitales- en los países menos desarrollados, convirtiéndose en valiosos instrumentos de financiamiento al desarrollo y de planeación financiera.

Así pues la relación ahorro interno-mercados financieros-política monetaria-crecimiento económico, recobra importancia vital para nuestros países en momentos en que la prédica nacional-estructuralista parece haber sido totalmente abandonada no solamente debido a ilusiones de nuestros gobernantes, sino -y es lo más relevante- por los mismos resultados "abortivos" de tales políticas.

En décadas pasadas el ahorro de los países desarrollados contribuyó a financiar la inversión en aquellos con menor desarrollo económico. Sin embargo, en los últimos años, este financiamiento se ha visto restringido y, en algunos casos, anulado; lo que junto a las transferencias que los países en desarrollo realizan hacia sus acreedores por servicio de la deuda externa contraída, orilla a los primeros a buscar alternativas internas de financiamiento al desarrollo.

En este contexto el ahorro interno recobra su importancia como alternativa de financiamiento a la inversión y al crecimiento. Sin embargo, a fin de generar, canalizar y asignar eficientemente este ahorro interno es indispensable tanto el concurso de una política monetaria que implique tasas de interés reales que favorezcan, propicien y "seduzcan" la propensión al ahorro entre los agentes, como de la participación de los mercados financieros concebidos como aquellos organismos que captan el ahorro de las unidades económicas superavitarias y las canalizan hacia aquellas deficitarias proveyéndolas de recursos para la inversión.

En este sentido giran las tesis centrales del presente trabajo.

1. La evolución de la tasa de interés no es afectada solamente por factores monetarios, sino que inciden en ella factores diversos, dinámicos y complejos. Esta evolución afecta simultáneamente a la oferta y la demanda agregadas incidiendo de esta forma en el crecimiento de largo plazo.

Si bien en el corto plazo, la tasa de interés real es afectada por la política monetaria (mercado abierto) y por la política fiscal; en el largo plazo la tasa de interés real es influida por la rentabilidad marginal del capital físico y por las preferencias de los individuos.

En el caso mexicano, los factores determinativos de las tasas de interés tuvieron que ver más con el manejo de las finanzas públicas y de las expectativas del ahorrador que por políticas fiscales.

2. Es un error tratar de imponer controles y/o políticas específicas que "regulen" las tasas de interés. Lo anterior se puede lograr mediante métodos indirectos a través del control de la masa monetaria.

3. Contar con mercados financieros autónomos en su operación, integrados, con instrumentos de acuerdo a las necesidades del ahorrador y del solicitante del crédito, desregulados, privados y abiertos son condiciones para alcanzar mayores niveles de eficiencia en la asignación de los recursos.

El propósito del presente trabajo es analizar de manera sencilla la relación fundamental que existe entre la tasa de interés, el ahorro y el crecimiento económico. Se pretende analizar los principales determinantes de la tasa de interés real de largo plazo que inciden en la conformación de la demanda y oferta agregadas.

Por otra parte se intenta resaltar la importancia que tienen los mercados financieros -en especial el mercado de dinero- como generador de ahorro y eficiente canalizador del mismo hacia los sectores productivos deficitarios a fin de generar el crecimiento económico.

Se trata de aplicar la elaboración teórica al caso mexicano a fin de determinar cómo las tasas de interés -centro de la política monetaria- y los mercados financieros, actúan como verdaderos motores del crecimiento económico.

A fin de desarrollar las tesis centrales, se ha estructurado este trabajo de la siguiente forma. En el Capítulo I se analiza brevemente la evolución de la economía mexicana en los últimos diez años, haciendo especial hincapié en dos cuestiones nodales que han significado un "parteaguas" para la economía. Por un lado, el estrangulamiento externo vía deuda que ha significado, y aún lo es, un lastre para todo el sistema financiero; y el "plan de choque" aplicado a partir de 1987 bajo el nombre de "Pacto de Solidaridad Económica" que desemboca en una serie de medidas de liberalización y privatización del sistema financiero nacional.

En el Capítulo II deseamos sentar las bases de la perspectiva teórica sobre la cual se desarrolla el análisis empírico. Se plantean las ideas y conceptos elementales de las tasas de interés a la vez que se propone una perspectiva teórica de la relación oferta monetaria-tasa de interés-nivel de precios como base de una estrategia de política monetaria. Analizar la causalidad, reciprocidad y efectos múltiples de estas variables es el objetivo central.

El Capítulo III se dedica a estudiar la íntima relación que existe entre tasa de interés real y crecimiento de largo plazo. Se plantea que la tasa real de interés influye decisivamente no solo en el consumo y la inversión, sino también en la productividad media del capital y en el empleo, así como en la participación de los salarios en el valor agregado.

En el Capítulo IV, se muestran algunos factores centrales que determinan los niveles del ahorro interno destacando elementos y políticas que permiten una eficaz intermediación financiera y colocación de los recursos.

Se plantea que un sistema financiero excesivamente regulado tanto administrativa como operativamente no puede convertirse en dinamizador de la economía.

Por último, en el Capítulo V se concluye presentando el caso específico de México. Se plantea que los niveles de tasas de interés se han visto seriamente distorsionados por una política macroeconómica (sobre todo monetaria) hecha para la coyuntura, provocando "espirales viciosas" difíciles de contener y serios rezagos en el crecimiento económico.

Se hace especial énfasis en los efectos que lo anterior ha causado sobre un sistema financiero anquilosado y obsoleto en varios de sus ángulos.

Se concluye, presentado tres condiciones básicas para el desarrollo de un sistema financiero que cumpla su objetivo de impulsor del crecimiento.

El primero es un manejo responsable del déficit público y la estabilización en materia de precios. El segundo se refiere a la conducción de una política monetaria que permita el control de la base monetaria y, por lo tanto, de la masa monetaria, a fin de reforzar la estabilidad económica. Y por último, una desregulación más amplia y una adecuada inserción del sistema financiero nacional en el contexto mundial.

CAPITULO I

ELEMENTOS DEL PASADO RECIENTE (EL MEXICO DE LOS 80'S)

CAPITULO I

ELEMENTOS DEL PASADO RECIENTE (EL MEXICO DE LOS 80'S)

Héctor Aguilar Camín plasma con una alta dosis de precisión y concreción, sin menoscabo del buen gusto por el manejo del lenguaje, lo que sería un compendio de la economía mexicana en el último siglo.

"Hay en el fin de milenio mexicano la euforia y pesadumbre de un fin de época. Su huella en la conciencia colectiva tiene la forma de una pérdida, de una caída, pero también el aliento de un futuro posible, de una renovación. En el lado del México que muere se disuelven certezas hasta ahora sagradas del pasado inmediato, el más cercano jardín de nuestra mitología. En el lado del México que nace está el dibujo inédito de un mundo cuyas líneas no sabemos mirar, porque hablan del país desconocido que está ya, sin embargo, entre nosotros, que brota de nuestras actas y da sentido germinal -por lo mismo incierto- a nuestras vidas.

Cosas que juzgamos por años eternas o naturales, van quedando en el paso de ese cambio de época. La preeminencia del México rural, por ejemplo, la idea de un país apegado a la tierra y a sus ritos

ancestrales, (...)caminan hacia el pasado los prestigios de la organización política que resolvió el problema del poder en el México posrevolucionario. Las piezas canónicas de este poder -una presidencia fuerte y un partido dominante- así como el tablero de su acción -el Estado-, parecen haber cumplido un ciclo histórico de expansión antes de iniciar su descenso. Llegó a su fin también un modelo de desarrollo ungido por el éxito y el crecimiento. Con el auge petrolero ese modelo alcanzó sus límites tolerables de subsidios, dispendio y deuda externa; en los años setentas el crecimiento sostenido de altas tasas dejó de ser una constante y se volvió, en los ochentas, antes que la norma, la excepción. Cargamos sobre las espaldas el tradicionalismo de nuestra reciente modernidad.. "(1)

1. CRISIS Y ESTRANGULAMIENTO EXTERNO

La década de los ochenta, para muchos denominada "la década perdida" por el retroceso -o estancamiento en el mejor de los casos- que envolvió tanto a países desarrollados como en desarrollo. entraña, en el caso mexicano, uno de los periodos más turbulentos y volátiles que dejarán huella en materia del crecimiento económico para los próximos decenios.

El vocablo "crisis" ha estado presente más que nunca en los más diversos escenarios de diálogo.

Crisis, entendida como estrangulamiento externo, fruto de una transferencia irracional y exagerada de recursos al exterior por

concepto del pago de intereses y servicios que genera una abultada deuda externa (2).

Crisis, explicada como la falta de recursos necesarios para crecer en todos los ámbitos.

Crisis, que conlleva al engendramiento y malcrianza de un sistema financiero sumamente volátil y especulativo que no solo no cumple -a ciencia cierta- su papel de "palanca" del desarrollo, sino que incluso maneja caprichosamente su papel "natural" de intermediación financiera.

En fin, una crisis que se refleja en pactos sociales sesgados, ahorros internos insuficientes, tasas reales de interés altísimas y una estructura financiera que corresponde más a cuestiones políticas que estrictamente a lo que la economía necesita.

Esta es la crisis del México de los Ochenta.

Bajo el amparo del "boom" petrolero de finales de los setenta y con una política caracterizada por grandes déficits fiscales, un peso sobrevaluado y un explosivo crecimiento de las importaciones de bienes de consumo y de capital, el país llegó a la insolvencia de pagos hacia agosto de 1982.

Los estadounidenses Bailey y Cohen en un estudio realizado para la Twentieth Century Found, describen la situación mexicana: *"México recurrió para pagar sus déficits fiscales y comerciales, a crecientes préstamos domésticos y externos. La deuda externa que en 1978 ascendía a 33.9 miles de millones de dólares, llegó a 87.6 miles de millones de dólares hacia finales de 1982. Los déficits privados y públicos de México estaban parcialmente financiados por una deuda doméstica en expansión, que a su vez detonó un crecimiento de la*

inflación de una tasa de 17.5 por ciento anual para fines de 1978 a 98.8 por ciento para fines de 1982" (3)

La crisis de pagos se tradujo en desconfianza hacia la política gubernamental, lo que lleva a una fuerte fuga de capitales que se estima en más de 9 mil millones de dólares para 1982.

Días después se decreta la estatización de la banca y en diciembre de ese mismo año, el gobierno mexicano acepta un programa de ajuste del Fondo Monetario Internacional.

Durante 1983 y 1984 si bien se disipa en parte el problema de la deuda externa -debido al fuerte programa de ajuste que implica una severa devaluación, deterioro salarial, contracción de las importaciones, entre otras políticas y un crédito de "emergencia" coordinado por el FMI-, aún persisten los vientos tempestuosos, mismos que vuelven a mostrar su fuerza hacia mediados de 1985.

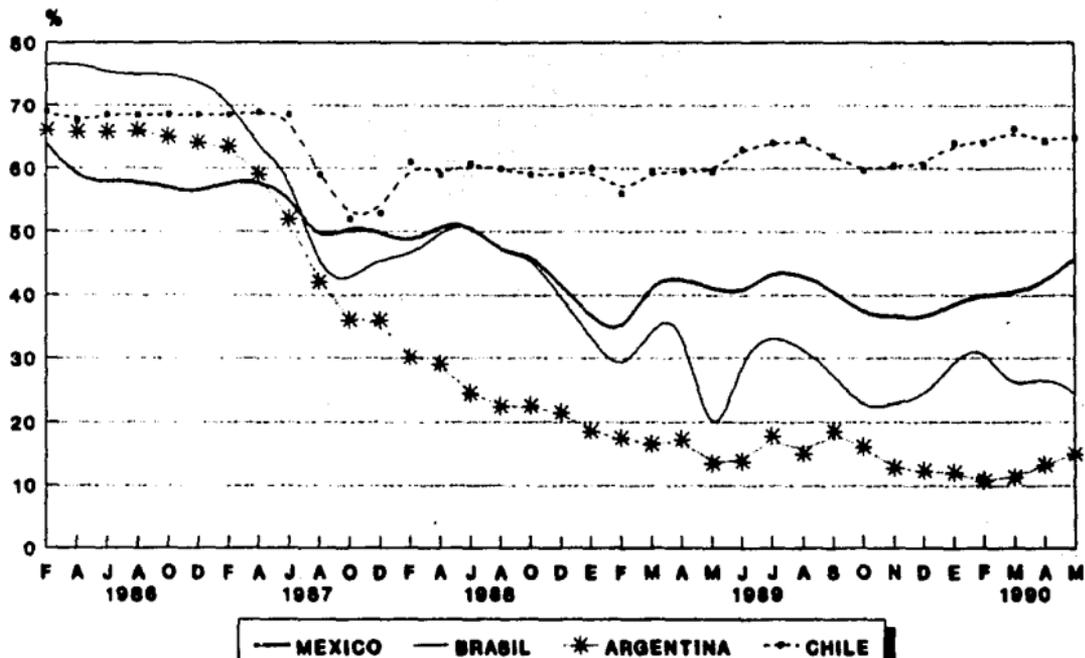
Aunque el PIB crece durante 1984 en 3.4 por ciento y 4 por ciento en 1985, el déficit fiscal se dispara a 9.6 por ciento durante este último año a pesar de las predicciones originales de un 5.1 por ciento.

La oferta de dinero crece en 60 por ciento durante 1985, lo que lleva a un crecimiento inflacionario del 64 por ciento, duplicando de esta forma la meta establecida por las autoridades gubernamentales a comienzos de año.

Los datos negativos en la balanza comercial y en cuenta corriente aunados a la recurrente devaluación del peso origina una nueva estampida de capitales durante el segundo semestre de 1985 con lo que las reservas internacionales se desploman en 45 por ciento en este año.

GRAFICA 1

**DEUDA EXTERNA: MERCADO SECUNDARIO
COTIZACIONES COMO % DE SU VALOR NOMINAL**



Elaboración propia con base en datos
que publica Latin Finance, julio 1990

En los "Criterios Generales de Política Económica" correspondiente a 1986, se señala: *"Hemos superado la emergencia económica, limitado el costo social de la crisis, evitado retrocesos en el proceso de reordenación e iniciado cambios estructurales. (...) Para lograr, en un contexto internacional adverso, importantes avances en el saneamiento de las finanzas públicas y el abatimiento de la inflación, se ha integrado un esquema de política macroeconómica centrado en la reducción del déficit fiscal, tanto por la vía del gasto como de los ingresos, la moderación monetaria, la racionalización de la protección comercial, la sincronización de ajustes en precios y tarifas y, en cuanto las condiciones objetivas de la economía lo permitan, la reducción de las tasas de interés y del ritmo de deslizamiento de nuestra moneda."*(4)

Sin embargo, muchos de estos buenos deseos que se expresan a finales de 1985, se ven frustrados en gran medida por la drástica baja en los precios del petróleo que comienza en febrero de 1986 y que acelera un proceso acumulativo de deterioro en la economía que no había sido resuelto desde 1982.

El precio del petróleo que México exporta había disminuido 50.4 por ciento con respecto al promedio de 1985, tomando en cuenta que el índice de términos de intercambio en ese año se redujo 23.7 por ciento. (5)

Los resultados no se hicieron esperar: Crecimiento negativo del PIB del 3.8 por ciento, inflación de 105 por ciento, variación en la paridad de la moneda frente al dólar del 104 por ciento y tasas de interés por arriba del 100 por ciento. A mediados de 1986 nuevamente se llega a un acuerdo con el FMI pero esta vez, bajo nuevos paradigmas:

1. recursos suficientes para poder iniciar la reactivación económica y romper el "círculo vicioso" de recesión, ahorro insuficiente, alza de tasas de interés mayor déficit fiscal, más recesión, etc.,

2. futuros mecanismos de protección contra posibles choques externos.
3. ajuste del servicio de la deuda a la capacidad de pago del país en un esquema consistente con las metas de crecimiento, y
4. reducción de la transferencia neta de recursos al exterior.

2. LOS PACTOS E IMPACTOS

1987 fué un año en el que se logra cierto crecimiento económico, como respuesta fugaz a la inyección importante de recursos externos y a una menor transferencia de recursos internos por el pago de la deuda externa; sin embargo los problemas de la inflación recurrente, del gasto público excesivo, de los desequilibrios monetarios, aún persisten.

Se alcanza un crecimiento en el PIB del 1.7 por ciento, pero con costos inflacionarios altísimos (los precios al consumidor se elevaron en 160 por ciento en ese año), deterioros salariales profundos, mercados financieros volátiles -que provocaron la más grande caída del mercado accionario mexicano- y una devaluación del peso frente al dólar que rebasa el 143 por ciento durante ese año.

Ante una situación que ya se había tornado explosiva e insostenible -cuyo fin era muy similar a la de otros países del hemisferio-, a finales de 1987 el gobierno recurrió a los sectores sociales e implanta lo que denomina "Pacto de Solidaridad Económica", cuyos principios se resumen en los siguientes puntos:

1. Fuerte reajuste en tarifas y servicios del sector público.
2. Ampliación y ejecución más rápida del programa de desincorporación de empresas públicas y medidas de ajuste estructural del gasto público.
3. Incremento inmediato del 35 por ciento a los salarios mínimos vigentes y del 15 por ciento a los contractuales.
4. Control de precios sobre productos de la canasta básica.
5. Disminución de barreras al comercio exterior, con lo que el arancel máximo se reduce del 40 al 20 por ciento.
6. Congelamiento de la paridad cambiaria, y
7. Política flexible de tasas de interés.

Este programa económico -que se ha venido renovando periódicamente hasta nuestros días-, junto a una evolución favorable en la negociaciones de la deuda externa mexicana en los últimos años (1988 y 1989), han disipado ciertos nubarrones (quizá los más álgidos) que azotan la economía nacional.

Los resultados: Crecimiento del 1.4 y del 2.9 por ciento para 1988 y 1989; variaciones marginales en el tipo de cambio, tasas de inflación descendentes en 1988 y 1989 (51.7 y 19.7 por ciento, respectivamente); la formación bruta de capital fijo crece en 6 por ciento en 1988 y en 5.9 por ciento en 1989, según el Banco de México, lo que indica una reactivación en el ánimo de los inversionistas y cierta confianza en el futuro de la economía, aunque -a precios constantes- aún no se alcanzan los niveles de 1985.

A pesar de los logros obtenidos en los últimos años que han permitido reestablecer el crecimiento moderado con bajas tasas de inflación, cabe señalar ciertas reticencias a la consecución de mayores objetivos observados durante 1989 y los primeros meses de 1990.

El control de la hiperinflación es evidente lo cual se atribuye fundamentalmente a la restricción monetaria, el control sobre los precios y salarios, el reestablecimiento gradual de la confianza lo que reduce márgenes de inflación inercial, así como un fortalecimiento de las reservas internacionales en los últimos meses (1989 y 1990). Pero no se puede decir que es un éxito inmediato el control estructural de la inflación.

La inflación de costos (via utilidades), la inflación que importamos producto de las desventajas inherentes que imponen los términos de intercambio, la inflación que aún genera los excesos de oferta monetaria en aras de mayores bajas a la tasa de interés, inclusive la inflación ("camuflada") que se esconde en ese porcentaje de desconfianza que algunos sostienen respecto de la política económica.

Inflación, salarios reales y crecimiento económico son aún tareas pendientes que deben constituir la preocupación central de los próximos meses. Sin ello, poco podemos decir del éxito del programa económico.

3. REACOMODO DEL SISTEMA FINANCIERO (6)

En la última década, tres hechos trascendentales han marcado pauta y dejado huella en el sistema financiero mexicano en la última década: La estatización de la banca en 1982, el "boom" y posterior "crack" del mercado de valores mexicano durante los años 1986 y 1987, y el proceso de modernización financiera que se inicia en 1989 y que alcanza su punto máximo con la reprivatización bancaria durante 1990 y 1991.

El Gobierno de López Portillo que declara la estatización de las instituciones bancarias en 1982 argumenta que tal medida fué tomada a fin de resolver una grave cuestión: cuál es el destino de los excedentes económicos que genera la sociedad. ¿Concentrarse en las minorías privilegiadas para que, en uso de su propiedad privada, contradiciendo el interés general llegen a los extremos del rentismo, la especulación, la desinversión y la fuga al extranjero? ¿O controlarse por un Estado revolucionario como México, para aprovecharse en el desarrollo social, regido por el imperativo de la justicia y culminar con un proyecto nacional? La respuesta parece sencilla.

El objetivo último de la estatización bancaria es "parar" una sangría de divisas que deteriora la economía nacional, a la vez que se busca canalizar los recursos del ahorro interno para los objetivos del desarrollo económico y social.

Empero, a partir de 1983, la banca estatal se convierte, ya no en la herramienta ideal para impulsar el desarrollo económico y social del país sino más bien en una especie de apagafuegos de las finanzas públicas.

La deuda interna mexicana crece en forma impresionante en los últimos ocho años. En 1984, ésta representa el 26.8 por ciento del saldo total de deuda pública mientras que para 1988 este porcentaje se eleva al 36.9 por ciento.

El encaje legal y la colocación de instrumentos de deuda pública (Certificados de la Tesorería, Pagarés de la Tesorería de la Federación y, posteriormente, Bonos del Desarrollo) entre inversionistas nacionales y extranjeros, se convierten en la principal tarea de los bancos a fin de dotar de recursos al gobierno federal para financiar un déficit público que crece cada vez más dadas las altísimas tasas de interés que se tienen que pagar.

Así, la banca se aleja de su verdadera función: financiar la actividad productiva intermediando los recursos captados en la esfera financiera. A finales de 1987, de los casi 42 billones de pesos que otorga como financiamiento la banca en moneda nacional, tan sólo 17 billones financian actividades productivas promovidas por particulares.

La actitud pasiva y enfocada casi en forma exclusiva hacia las "necesidades" del gobierno, permite cobijar el desarrollo vertical de un sistema financiero no bancario en el país teniendo como punta de lanza al mercado de valores, en el cual destacan las casas de bolsa, cuyos propietarios, "coincidentalmente", eran los ex-banqueros.

Las casas de bolsa, que a decir verdad, tampoco contribuyen en gran medida a aliviar el financiamiento, sobre todo a la mediana empresa mexicana, se circunscriben al ámbito especulativo.

Los vientos transformadores que vive la economía mundial son la base de lo que se ha denominado "modernización" por el actual gobierno de Salinas de Gortari. Como lo explica el Plan Nacional de Desarrollo 1988-1994: *"La estrategia de la modernización en México parte de la conciencia de la oportunidad y del riesgo que representa la gran transformación mundial y, a la vez, de la comprensión del veloz cambio al que han estado sujetas la sociedad y sus organizaciones."*

En ese mismo sentido, la modernización del Sistema Financiero se presenta como liberación de los mercados financieros y como el desarrollo institucional del sistema a través de las reformas al marco jurídico que define su estructura. (7)

Desde finales de 1988 se dan pasos progresivos en ambos sentidos: liberalización de las tasas de interés, de plazos en operaciones pasivas, eliminación de requisitos de inversión obligatoria para los bancos e incluso del encaje legal que fué sustituido por un

coeficiente de liquidez, la creación de nuevos instrumentos financieros y la disminución de la regulación excesiva, para terminar en últimas fechas con el anuncio de la reprivatización bancaria.

Quedan preguntas y cuestionamientos: ¿hacia dónde conduce realmente este proceso? ¿Podemos decir que contamos con un sistema financiero sólido a fin de resistir los embates de la competencia externa? ¿Cómo ha venido influyendo el manejo de la política monetaria y la actuación de los intermediarios financieros no bancarios en esta etapa de pre-liberalización de nuestros mercados financieros y en la política de estabilización de precios?

NOTAS AL CAPITULO I

1. Aguilar Comin, Héctor; "Después del Milagro", Editorial Col y Arena, 1988. Texto tomado de las páginas 15 y 16.
2. Para una versión oficial detallada del tema de la deuda externa en México, véase "Deuda Externa Pública Mexicana", editada por la SHCP y el FCE, 1988
3. Bailey, Norman y Cohen, Richard, "La Bomba de Tiempo Mexicana, un ensayo de la Twentieth Century Fund", 1987 Ed. Grijalbo, México.
4. Documento que envía el Presidente de México, Miguel de la Madrid Hurtado al Congreso de la Unión el 19 de noviembre de 1985.
5. Participación del subsecretario de asuntos financieros internacionales, SHCP, José Angel Gurria, en la audiencia pública sobre deuda externa organizada por la Cámara de Diputados el 17 de abril de 1989.
6. Texto tomado en su gran parte del artículo de Samuel Garcia denominado "Banca: Tránsito al Capital Privado. México, el camino de la heterodoxia" y publicado en la revista mensual Actualidad Económica del Perú; Lima, julio-agosto 1990.
7. Véase la intervención del Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, Guillermo Ortiz, durante la VI Reunión Nacional de la Banca celebrado el 13 y 14 de agosto de 1990 en Ixtapa Zihuatanejo.

CAPITULO II

POLITICA MONETARIA Y TASAS DE INTERES UNA VISION TEORICA

CAPITULO II

POLITICA MONETARIA Y TASAS DE INTERES. UNA VISION TEORICA

La tasa de interés, como elemento central de la política monetaria, es un tema polémico en el campo de las interacciones y concatenaciones de los principios teóricos y, por lo tanto, de repetidos debates y enconados encuentros entre los defensores de una u otra postura en el campo de la teoría económica.

Se hace necesario en esta investigación desentrañar las relaciones que existen entre la tasa de interés, la oferta de dinero y el nivel de precios en la economía.

Su causalidad, reciprocidad y efectos múltiples son los objetivos centrales a plantearse.

1. TASA DE INTERES: CAUSALIDAD Y FORMACION.

En primera instancia, trataremos de fundamentar de manera suficiente las razones por las cuales existe un precio del dinero: la tasa de interés.

Por lo menos existen cuatro razones que justifican lo anterior:

1. La tasa de interés como un costo de oportunidad.
2. La protección del poder de compra, al existir inflación.
3. Una ganancia mayor al riesgo de "no pago". y
4. Con la promesa de obtener cierta ganancia, se pospone el consumo inmediato, por un consumo que se dará en el futuro de manera acrecentada.

2. TASAS, PRECIOS Y CRECIMIENTO

En un primer momento, definiremos a la tasa de interés nominal como el precio del crédito (o el rendimiento de una unidad monetaria) que se forma en un mercado donde los individuos (o las empresas) intercambian su consumo presente por un consumo futuro.

En los términos clásicos planteados por Fisher (1), diríamos que la tasa de interés en una economía cerrada deberá ser igual a la suma aritmética de la tasa real de interés, la tasa esperada de inflación y de un término, equivalente al producto cruzado de las dos variables anteriores (2)

De la definición anterior y en un esquema en el que están presentes las variaciones en el nivel general de precios, podemos deducir que la tasa real de interés se precisa como la diferencia entre la tasa

nominal y la tasa de inflación esperada, o dicho en otras palabras, como el costo relativo del consumo corriente en términos de consumo futuro del que se desiste. (3)

Los conceptos anteriores tienen algunas implicaciones en esta investigación que se abordarán en el próximo capítulo.

La primera es que el sacrificio actual está compensado por el acceso a una corriente de bienes de consumo y servicios en una fecha futura. Esta corriente está determinada por los activos que son creados mediante la inversión que se financia con el ahorro actual.

La segunda implicación es que la tasa de interés real determina la proporción de recursos dedicados a producir bienes de capital, y no en bienes de consumo.

Ambas implicaciones revisten una importancia capital para entender los efectos de las variaciones de la tasa de interés en el crecimiento económico, dado que significan que el ahorro y la inversión y sus usos están influidos decisivamente por percepciones de la tasa de interés real.

De esta forma, se considera que la tasa de interés real a largo plazo es la más pertinente en la medida en que los bienes de capital tienen un largo alcance en el tiempo.

Dada la importancia que tienen los efectos de la tasa de interés real a largo plazo en las decisiones tomadas por los agentes económicos, los cambios a este nivel tienen efectos de largo alcance.

El problema a resolver aquí es el de la medición. Hay muchos enfoques teóricos respecto de qué variables se ajustan mejor: si el de índices de precios al por mayor, la utilización del deflactor del

PIB, la utilización de precios de activos o si tomar un parámetro de inflación externa.

Para efectos de la presente investigación empírica, se utiliza la propuesta planteada por los analistas franceses Jean-Paul Fitoussi y Jacques Le Cacheux (4), de utilizar la tasa de interés real medida a través de la diferencia entre el rendimiento de los valores públicos a largo plazo (5) y el deslizamiento anual de la tasa de inflación (precios al consumidor) con respecto al año anterior a la fecha de emisión.

Con lo anterior, se pretende lograr un mayor acercamiento a la tasa de interés real en el largo plazo aún y cuando se corre el riesgo de expresar con menor fidelidad la orientación de la política monetaria, pero en cambio, se considera que es un indicador más apropiado del costo de utilización del capital.

3. MASA MONETARIA, TASAS Y PRECIOS.

Una cuestión que está en el centro de la discusión es la determinación de los elementos que forman las tasas de interés. (6)

1. Al considerar modelos macroeconómicos convencionales del tipo IS-LM, se deduce que una modificación de los gustos y preferencias de los individuos y/o de la tecnología de las empresas, y/o de las variables exógenas -como las que son controladas por el Estado, desplazará a las curvas IS y LM en el plano, lo que llevará definitivamente a una variación general en la tasa de interés.

2. El dinero y los bienes de consumo tienen un carácter fuertemente sustituible, no así el dinero y los activos financieros como acciones, obligaciones, créditos bancarios, a los que genéricamente denominaremos "títulos".

Lo anterior quiere decir que si los agentes económicos tienen saldos en efectivo excedentes, y si ocurre una imprevista inyección de dinero de parte del Estado, éstos tratarán de reducir su efectivo excedente vía incremento de su demanda de consumo en lugar de presionar su demanda por "títulos".

Esta presión a la demanda de consumo hará aumentar el nivel general de precios debido a que la producción a corto plazo es fija. De esta forma el nivel de los saldos reales - saldos nominales divididos por el nivel de precios- se verá consecuentemente reducido, de acuerdo al accionar de los agentes.

3. La tasa de interés depende, en esencia, de la demanda y oferta de fondos prestables, que se dan entre las familias, las empresas y el Estado, o para decirlo de otra forma, de la oferta y demanda por títulos financieros.

De lo anterior se deriva que las variaciones en la tasa de interés se originan, fundamentalmente, en las modificaciones de la oferta y/o la demanda de títulos, esto quiere decir que ésta se "determina", por un lado, en el mercado financiero.

4. Sin embargo, no se puede negar la interdependencia entre el mercado de bienes y el de "títulos", a pesar de que el origen primario de las variaciones en la tasa de interés debe buscarse en modificaciones de la oferta y/o demanda de "títulos". (7)

5. El aporte fundamental de la teoría microeconómica del equilibrio general es, precisamente, explicitar que, en el equilibrio, cada precio depende del conjunto de ofertas y demandas.

De esta forma adoptaremos el hecho de que la tasa de interés, como cualquier otro precio, depende del conjunto de decisiones de los agentes económicos.

6. En el corto plazo, la tasa de interés real es afectada por la política monetaria (a través de operaciones de mercado abierto, fundamentalmente) y la política fiscal (como el de un déficit presupuestario cuyo financiamiento se realiza con deuda pública o el de un financiamiento del gasto público vía impuestos adicionales). En el largo plazo, la tasa de interés real es influida principalmente por la rentabilidad marginal del capital físico (las tecnologías de la producción) y las preferencias (en el tiempo) de los individuos, ya que las políticas a corto plazo solo tienen efectos coyunturales.

7. En los países de economía de mercado es un hecho que la tasa de crecimiento de la masa monetaria, la tasa de crecimiento de los precios y la tasa de interés están íntimamente relacionadas.

La emisión excesiva de dinero conlleva una elevación general de los precios, misma que a su vez es percibida por los agentes económicos trasladándose a las tasas de interés.

La tasa de crecimiento de la masa monetaria, a pesar de que es el factor dominante a mediano y largo plazos, no explica en su totalidad las variaciones en la tasa de interés. Otros factores como las variaciones de la productividad de la economía, los cambios de la propensión al ahorro de las familias, la modificación de las expectativas de los empresarios respecto a la actividad económica, entre otros también son parte integrante de la determinación de las variaciones en la tasa de interés.

8. Una política de control de la tasa de interés, según este planteamiento teórico, resulta contraproducente, puesto que conduce a la inestabilidad. Tarde o temprano se tiene que elevar la tasa de

interés como consecuencia de la expansión de la masa monetaria y de la inflación esperada, con lo que surge un círculo vicioso de expansión de la oferta monetaria-inflación esperada alta-tasas de interés altas, etc.

En este sentido, las autoridades monetarias se ven imposibilitadas de establecer un control de la tasa de interés en la medida en que la tasa real es poco sensible a los movimientos coyunturales y a que la tasa de inflación esperada depende fundamentalmente -mas no únicamente- del crecimiento del dinero.

Por lo tanto es deseable, más bien, establecer una política de control sobre el crecimiento de la masa monetaria en lugar de establecerse objetivos en términos de tasas de interés, tal y como se plantea más adelante.

9. Partimos del hecho de que los controles de la tasa de interés, del crédito, entre otras medidas restrictivas, en la gran mayoría de los casos tienden a desestimular el ahorro, distorcionar las modalidades de la inversión y a profundizar las distorsiones en el sector financiero.

Los controles directos sobre las tasas de interés y sobre los topes a los créditos bancarios a fin de lograr determinadas metas monetarias, pueden sufrir los efectos indeseables de tales políticas sobre la asignación de los recursos.

Por ello, el control monetario indirecto a través de la gestión de la base monetaria se convierte en la mejor herramienta.

10. Por último, las tasas de interés guardan una estrecha relación con la política cambiaria. Alrededor de esta relación se han formulado diversas teorías explicativas respecto de las incidencias de la tasa de interés en la tasa de cambio y viceversa (8)

NOTAS AL CAPITULO II

(1) Irving Fisher en su obra clásica "The Theory of Interest", 1930; justifica e interpreta la tasa de interés a la vez que precisa que una unidad de consumo presente puede cambiarse por $1+i$ unidades de consumo futuro.

(2) En relación a este último término, William Gibson en su "Price Expectations Effects on Interest Rates", (Journal of Finance, Marzo 1970), lo interpreta como la tasa esperada de depreciación o apreciación en el pago de intereses, que en realidad es casi siempre una cantidad despreciable.

(3) A posteriori, conociendo i y la tasa de inflación, se calcula con suma facilidad el interés real,

A priori, para un periodo futuro, dado que no se conoce la tasa de inflación futura el cálculo de la tasa real de interés solo se podrá realizar utilizando una variable provisional \hat{r} . De esta forma lo que en realidad se calcula es la tasa de interés real anticipada que puede ser diferente a la tasa de interés real observada.

En palabras del director del Banco de México, *"la tasa de interés esperada o "ex-ante" se define como el rendimiento nominal de un instrumento financiero, ajustado dicho rendimiento por los efectos de fenómenos futuros, inciertos pero posibles, o incluso probables a juicio del inversionista.*

Mientras que la tasa observada o "ex-post", se define como la tasa real que de hecho se obtiene al terminar una inversión.

(Miguel Mancera, director del Banco de México, en su intervención durante la Quinto Reunión Nacional de la Banca el 3 y 4 de agosto de 1989 en Monterrey, N.L., México)

(4) Jean Paul Fitoussi, Jacques Le Cocheux, Francois Lecointe y Christian Vasseur, pertenecen al Departamento de Estudios del Observatoire Francais des Conjonctures Economiques (OFCE).

(5) En el caso mexicano, los valores de largo plazo que emite el Estado son el Bono de Indemnización Bancaria (BIB), el Bono de Renovación Urbana (BORE) y el Bono de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDE). Los dos primeros no han tenido una mayor aceptación dado su plazo (10 años), su rendimiento y su temporalidad. Sin embargo el BONDE desde su constitución en octubre de 1987 se convirtió en uno de los más importantes instrumentos de largo plazo del mercado financiero nacional. Para efectos de la investigación y dado que la tasa que otorga el Bonda a un año es similar a la que otorga un Certificado de la Tesorería (CETE) a 91 días -a pesar de una mínima sobretasa que otorga el Bonda- se realiza el cálculo basado en la tasa del CETE a dicho plazo.

(6) Véase obras como las de Potinkin, D.; "Money Interest and Prices", Harper & Row 1965; y otra más reciente con un desarrollo más formal en Edwards, S. y Khan, M., "Interest Rate determination in developing countries: A conceptual framework", National Bureau of Economic Research, Enero 1985.

(7) Wicksell ya establecía la diferencia entre tasa de interés financiera y tasa de interés natural. La primera determinada en el mercado de "títulos" y fácilmente observable y la segunda es la tasa de rendimiento de las inversiones físicas. A fin de alcanzar el equilibrio es necesario que coincidan ambos tasas.

(8) Teorías tales como la Teoría de los Ajustes de Corlora (véase Branson, Halttunen y Masson; "Exchange Rate in the Short Run", European Economic Review 12, 1979), el modelo de El Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos (véase IMF; "The Monetary Approach to the Balance of Payments", 1977; Bilson, "The Monetary Approach to the Exchange Rate: Some empirical evidence", IMF Staff Papers 1978), son los más conocidos.

Un buen resumen de estos modelos se encuentran en Dornbusch, R.; "Exchange Rate Economics: Where do We Stand?", Brooking Papers on Economic Activity, núm.1, 1980.

CAPITULO III

**TASAS REALES Y
ACTIVIDAD ECONOMICA**

CAPITULO III

TASAS REALES Y ACTIVIDAD ECONOMICA

De acuerdo a las diversas relaciones que se presentan en el capítulo anterior, podemos afirmar que la tasa de interés revela la depreciación del futuro y una exagerada preponderancia del presente (de la coyuntura) sobre el futuro (del largo plazo) en la elaboración de las políticas que la conducen.

No tendría ningún sentido el estudio de esta variable clave en la elaboración de la política monetaria si los efectos de su comportamiento pasaran totalmente inadvertidos para el resto de la actividad económica y sobre todo para el crecimiento de largo plazo.

En este capítulo se abordan los efectos de los movimientos en las tasas reales sobre los componentes más importantes tanto de la demanda como de la oferta globales.

1. CONSUMO E INVERSION.

Las fluctuaciones de las tasas reales tienen consecuencias mediatas en el comportamiento de los componentes de la demanda global: el consumo y la inversión.

Un incremento en el nivel de las tasas reales, provocaría efectos recesivos en ambos componentes.

El efecto genérico de las tasas reales en el consumo privado, es - al menos en teoría- débil y de escasa amplitud.

Sin embargo, al incorporar las restricciones de liquidez de los agentes económicos debido a las imperfecciones de los mercados financieros, se concluye que un alza en las tasas provocan efectos recesivos en el consumo.

El alza en las tasas refuerza la restricción financiera, lo que afecta fuertemente a los agentes que recurren frecuentemente al endeudamiento para consumir, lo que restringe el consumo.

El efecto de las altas tasas sobre el consumo y la aplicación de políticas restrictivas, conduce a fuertes reducciones en los niveles de inversión, debido al mecanismo del acelerador.

Por otra parte, el incremento de las tasas reales tiene consecuencias negativas en la demanda que proviene de las empresas endeudadas. Como este sector es en conjunto un deudor neto, el mecanismo del acelerador actúa necesariamente con mayor fuerza que en el consumo. Asimismo, este incremento reduce la demanda de inversión productiva al deteriorar la rentabilidad prevista.

2. TASAS REALES, CAPITAL PRODUCTIVO Y EMPLEO

La tasa de interés tiene una influencia indudable en las unidades productivas. No solo en el corto plazo éstas se ven afectadas por las fluctuaciones de las tasas, sino que en el largo plazo, la estructura de sus costos y la demanda de los factores se modifica.

1. En una empresa existen dos factores fundamentales que determinan la maximización de las utilidades: el costo de los factores y las técnicas utilizadas.

La tasa real de interés es uno de los componentes más importantes del costo de utilización del capital y, por lo tanto, se convierte, indirectamente, en un componente más del costo del trabajo.

A la vez, la tasa real es una medida que las empresas emplean como tasa de actualización de utilidades futuras.

En este sentido, las fluctuaciones -bruscas o no- influyen no solamente en el costo de los factores -lo que se traslada al mercado tarde o temprano, sino también en el horizonte futuro de las empresas a través de la tasa de actualización de utilidades futuras.

En un análisis más estricto, se puede argumentar que las tasas reales también tienen efectos significativos sobre el empleo, vía demanda de factores.

2. Las tasas reales influyen en la productividad media del capital.

En un estado de maximización de las utilidades, la demanda de nuevas inversiones dependerá fundamentalmente de la comparación de la productividad marginal de la nueva inversión con su costo de utilización.

Como se analiza en el apartado anterior, en el costo de utilización influye decisivamente la tasa real de interés entre otros factores

como la tasa de depreciación y los precios relativos de los bienes de capital.

Un incremento en la tasa real acrecentaría el costo de utilización del capital y llevaría a disminuir la rentabilidad de la nueva inversión.

Un incremento en la tasa real, conduce, entonces, a marginar a nuevas inversiones y a incrementar la productividad media del capital ya que sólo las inversiones más rentables se llevan a cabo en un escenario como este.

Lo anterior desata una serie de efectos en cadena. Se frena el acervo de capital productivo lo que desplaza a los equipos menos productivos, llevando a las pequeñas empresas -en mercados más competidos- a la quiebra.

3. Un incremento en la tasa real al acrecentar el costo de utilización del factor capital debe conducir a una mayor intensificación en el uso de la mano de obra, es decir, a un mayor empleo de obreros. Ello, en la medida en que las empresas adecúan la estructura de los factores en base a la maximización de las utilidades o la minimización de los costos.

Sin embargo esta sustitución no se dá al menos en un plazo bastante amplio.

La sustitución del capital por el trabajo solo se observa en el caso de nuevas inversiones, sin embargo -como se vió en el apartado anterior- éstas se deprimen por el incremento en tasas.

En resúmen, el incremento en la tasa real de interés afecta sensiblemente -y de manera desfavorable- al nivel del empleo via efectos sobre la rentabilidad.

4. El incremento en la productividad media del capital, fruto de un alza en las tasas reales, junto a un menor incremento en los salarios, lleva necesariamente a descensos prolongados y severos en la participación de los salarios en el valor agregado y, por lo tanto, a un incremento en el excedente bruto de explotación.

CAPITULO IV

AHORRO Y MERCADOS FINANCIEROS LA ASIGNACION DE RECURSOS

CAPITULO IV

AHORRO Y MERCADOS FINANCIEROS. LA ASIGNACION DE RECURSOS

1. AHORRO INTERNO Y TASAS DE INTERES

"El financiamiento del desarrollo económico depende fundamentalmente de la generación, captación y canalización del ahorro interno y, accesoriamente, de la captación y aplicación del ahorro externo"(1).

Factores de tipo demográfico (estructura de edades), la estructura del gasto público, las políticas fiscales, el nivel del ingreso, las variaciones en la tasa de inflación y las fluctuaciones en las tasas de interés, tienen incidencia fundamental en los niveles del ahorro interno.

A las anteriores, podemos añadir los desequilibrios externos y la infraestructura en materia de instituciones e instrumentos financieros adecuados, como elementos adicionales que modifican coyunturalmente, de una u otra forma, los niveles del ahorro interno.

Los factores demográficos tienen incidencia en las tasas de ahorro globales, ya que una de las principales motivaciones de la gente para ahorrar es el deseo de estabilizar su consumo en el tiempo sobre la base del ingreso que espera percibir durante toda su vida. En este sentido, se espera que una población relativamente joven mantenga niveles de ahorro mucho más elevados que otra en donde predominen las personas ancianas.

Los ingresos y gastos del sector público determinan, de manera importante, el coeficiente de ahorro. Cuanto mayor sea el gasto público destinado a la inversión, mayor será el ahorro público.

La política fiscal influye en varias direcciones. La disminución del ahorro del gobierno fruto de una reducción en los impuestos puede dar lugar a una elevación del ahorro corriente de los particulares, provocando un aumento compensatorio de los impuestos en el futuro.

La implantación de incentivos fiscales a fin de incrementar el ahorro financiero, no siempre han dado los resultados esperados, sin embargo, se han venido utilizando con este fin.

El nivel del ingreso influye de manera importante en los niveles del ahorro. Se establece una relación lineal entre ambas variables siempre y cuando no haya efectos distorcionadores. Sin embargo, es lógico pensar que a mayor ingreso se genera un mayor ahorro.

A pesar de que no se ha demostrado fehacientemente una relación estrecha entre ahorro y tasa de interés, para ciertos países, se observa cierta correlación entre ambas variables. Una tasa de inflación alta, conlleva incertidumbre respecto del patrimonio futuro

de las personas y de la tasa de rentabilidad, lo que ocasiona una disminución en el deseo de ahorrar.

Una tasa de interés real ligeramente positiva en circunstancias altamente inflacionarias, conduce, también, a un desincentivo al ahorro.

El ahorro interno (del cual el financiero es una parte importante), depende en gran medida de la estructura financiera existente.

La función de una estructura financiera sólida es movilizar eficazmente los recursos financieros (ahorro interno) de las unidades no financieras superavitarias a las deficitarias, y desde las actividades que dan bajos rendimientos sociales a las que dan elevados. Este movimiento de fondos exige instituciones apropiadas y una mentalidad institucional; instrumentos financieros que sean compatibles con las preferencias y necesidades de ahorradores y prestatarios; y -como lo hemos mencionado líneas arriba- una estructura racional de tasas de interés.

2. MERCADO DE DINERO E INTERMEDIACION FINANCIERA. EFICIENTE ASIGNACION DEL AHORRO

Si bien los instrumentos adecuados de control monetario mejoran la efectividad de la política monetaria a la vez que fomentan el uso eficiente de los recursos, es necesaria la instrumentación de medidas estructurales adicionales para fortalecer el papel del sector financiero no sólo en la generación del ahorro interno, sino también en la eficiente asignación de los recursos. (2)

El desarrollo de mercados monetarios, la modernización de controles selectivos del crédito, el desarrollo de mercados de financiamiento a plazos y de capital, la integración de instituciones financieras no reglamentadas en el sistema oficial y la creación de nuevas instituciones e instrumentos financieros, son algunas de las medidas que coadyuvan al logro de los objetivos propuestos.

El desarrollo de un mercado de dinero contribuye sin lugar a dudas a la eficiencia del sector financiero, permitiendo a sus instituciones transferir fondos superavitarios a otras instituciones financieras en vez de financiar directamente a prestatarios ineficientes o de desestimular a los depositantes; facilita también la gestión de los pasivos bancarios mediante el refinanciamiento, aumentando con ello la disponibilidad de fondos a largo plazo para inversiones.

Los mercados de dinero ofrecen un medio de gestión flexible de liquidez, de competencia a los bancos, de hito para las tasas de interés con base en el mercado y de un instrumento de política monetaria.

Otro de los aspectos que favorece la eficiente asignación de los recursos es, sin duda, la integración de los mercados financieros. Un sistema financiero segmentado complica la dirección de la política monetaria y afecta de modo adverso la asignación de recursos y el crecimiento.

Como ejemplo de lo anterior, supóngase que los toques a las tasas de interés se fijan a niveles más elevados para las instituciones financieras no bancarias que para los bancos. Una política de restricción del créditos estimula entonces la salida de fondos del

sistema bancario. La velocidad-ingreso (o sea la razón del PIB al dinero) del dinero (entendido éste como M4) puede aumentar, en tanto que la de M1 que se utiliza como activo de reserva de las instituciones financieras no bancarias puede disminuir.

Una redefinición de las metas monetaria y crediticia para fines de gestión financiera no puede contrarrestar suficientemente el posible impacto negativo de las capacidades de intermediación de un sistema financiero que está segmentado por reglamentaciones inapropiadas y excesivas.

Una solución a largo plazo es reformar el marco normativo interno para eliminar las causas principales de segmentación, tales como las reservas obligatorias onerosas y las restricciones de cartera asfixiantes, los topes a las tasas de interés carentes de toda realidad así como las ineficiencias de operación de los mercados reglamentados.

NOTAS AL CAPITULO IV

(1) Miguel Mancera Aguayo, "La competencia en el sistema financiero", Ejecutivos de Finanzas, IMEF, noviembre 1989

(2) Véase en "El Sistema Financiero Mexicano: Motor para el Desarrollo" del Centro de Investigación para el Desarrollo, A.C.; , Junio, 1990; (parte introductorio)

CAPITULO V

EL CASO MEXICANO APLICACIONES Y EVIDENCIAS

CAPITULO V

EL CASO MEXICANO. APLICACIONES Y EVIDENCIAS

El recorrido por las relaciones teóricas que se establecen entre la tasa de interés, el nivel de precios, la oferta monetaria y el nivel de crecimiento económico; así como la instrumentación de la política monetaria y de la eficiencia en la generación y canalización del ahorro interno, via mercados financieros; tiene su expresión objetiva y concreta en este breve capítulo al confrontarla con la realidad mexicana.

Una tesis adelantada y propuesta es que es que el mercado de dinero, espacio natural de las tasas de interés, junto a una mayor desregulación en el sistema financiero, juegan un papel destacado en la incidencia de las tasas de interés en la economía mexicana como herramienta de estabilización y de crecimiento económico.

1. CONFORMACION DE TASAS DE INTERES EN MEXICO

Atendiendo a lo planteado en el capítulo II y dadas las evidencias empíricas que muestran las cifras de la economía mexicana, podemos señalar algunos factores determinativos de las tasas

nominales de interés de corto plazo en México, en el entendimiento que éstos no son los únicos, ni guardan un orden de preponderancia sobre los demás en forma permanente, sino que se conjugan y alternan en diferentes tiempos, manifestando ser elementos dinámicos.

En los últimos años, los factores que han incidido en la formación de la tasa de interés de corto plazo en nuestro país, son: Inflación esperada (expectativas), deuda pública -a través de la colocación de instrumentos de financiamiento gubernamental, riesgo cambiario, desequilibrios en la política monetaria (sobre todo en el exceso de oferta de 1982 a 1987) y variación en las tasas internacionales de interés. (Véase Gráfica 2)

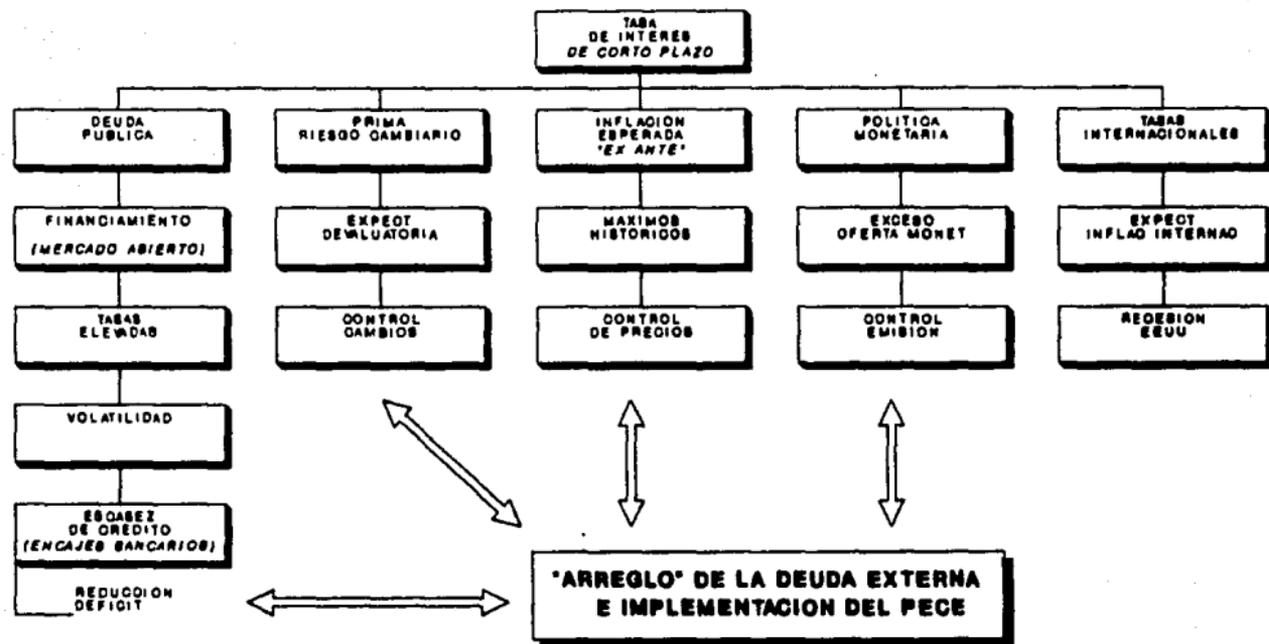
La Inflación esperada o "ex-ante" se convierte desde comienzos de la década en uno de los principales factores determinantes de la tasa de interés nominal de corto plazo en México.

Las previsiones de una alta inflación en medio de una crisis financiera sin precedentes, se constituye en un indicador líder tanto para el inversionista financiero corporativo (tesorerías de empresas) como para el intermediario financiero, lo que provoca que las tasas se muevan bruscamente pasando de un 30 por ciento en 1981 al 103 por ciento en 1987 (en promedio).

Sin embargo, durante todo este tiempo (1981 a 1987) las tasas reales de interés fueron negativas lo que condujo a fugas de capitales recurrentes. (Véase Gráfica 3)

El establecimiento del Pacto para la Solidaridad Económica (PSE) y posteriormente del Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económicos (PECE), a partir de diciembre de 1987, condujo al

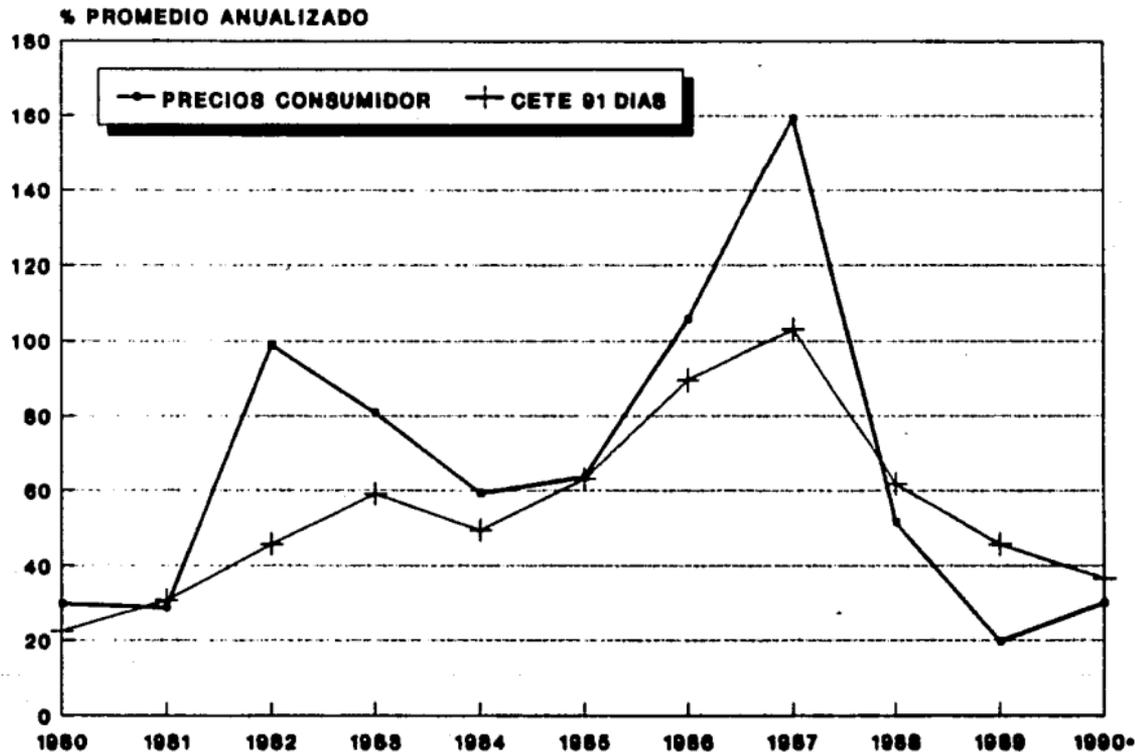
MEXICO: DETERMINANTES DE LA TASA DE INTERES A CORTO PLAZO



GRAFICA 2

GRAFICA 3

MEXICO: TASAS REALES DE LARGO PLAZO



Elaborado en base a datos de BANXICO

• Estimado

congelamiento de precios y, por lo tanto, a disminuir drásticamente el nivel inflacionario.

A partir de 1988, las tasas reales se tornan positivas, aunque la brecha entre el nivel general de precios y las tasas de interés se ha reducido notablemente, por un repunte en los primeros. (Véase Gráfica 4)

Desde esta perspectiva, no podemos asegurar que la elevación en la tasa de interés es causa del fenómeno inflacionario mexicano agudizado en los años 1986 y 1987, sino, por el contrario, podemos afirmar que el primero es consecuencia del segundo.

Como veremos más adelante, la elevación de las tasas de interés en México trajo como consecuencia que el costo de financiamiento de las empresas se incrementara notablemente, lo que sucedió de manera destacada en los años 1983 y 1987, conduciendo a una disminución en los niveles de inversión y de demanda de crédito por parte de las empresas lo que trae sin duda efectos antiinflacionarios.

La abultada deuda pública es el segundo factor determinante en la formación de las tasas de interés en México en los últimos años.

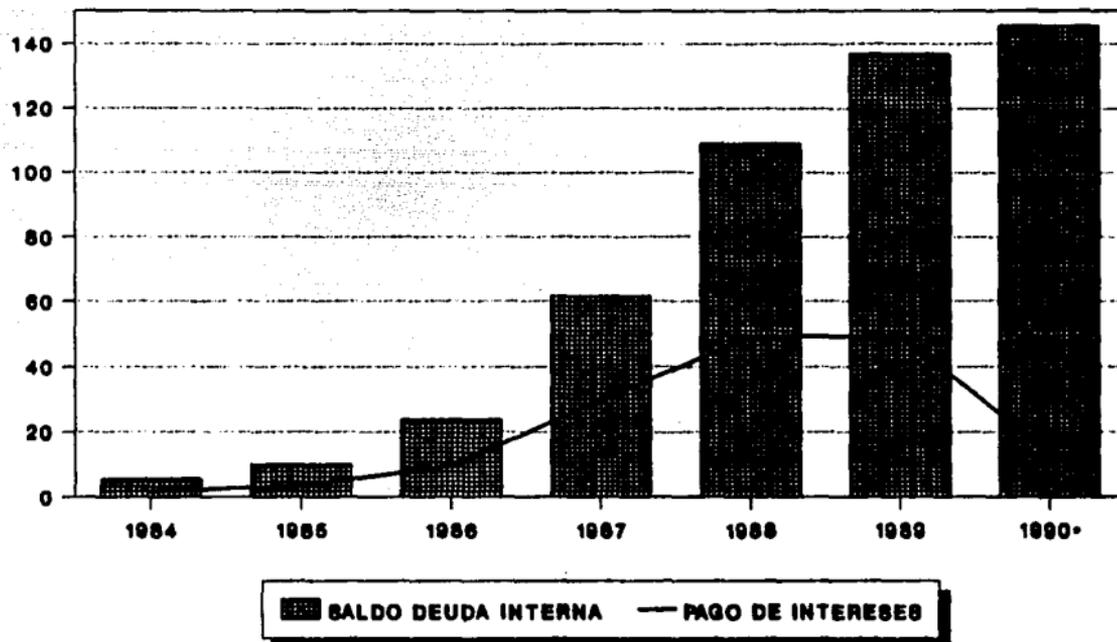
La necesidad urgente de financiamiento de su deuda interna, cuyos saldos como porcentaje del PIB del 24.8 por ciento en 1984, del 33.2 para 1987 y del 27.8 para 1989; hizo que el gobierno recurriera constantemente al mercado de dinero en los últimos 5 años, incidiendo en la elevación de las tasas de interés ante la "sequía" de recursos provenientes del exterior. (Observe Gráfica 5)

La naturaleza misma de los títulos de deuda pública hacen evidentes la necesidad de pagar un "premio" mayor al inversionista que lo que pagan otros instrumentos financieros, y máxime cuando éstos recursos se necesitan desesperadamente.

GRAFICA 5

DEUDA INTERNA: SALDOS E INTERESES
*MEXICO, 1984-1990**

BILLONES DE PESOS



Elaborado con datos del Informe sobre
la Evolución de la Deuda Interna, 1990
• A marzo de 1990

Si a lo anterior le agregamos la incertidumbre reinante entre los ahorradores ocasionado fundamentalmente por dos factores: la indefinición respecto de un arreglo con los acreedores de la deuda externa mexicana y la implementación de un nuevo programa económico (PECE) cuyos resultados aún no se vislumbraban; el resultado es un incremento desmedido no solo en las tasas nominales, sino incluso en las tasas reales a partir de 1988, con los consecuentes costos para el déficit público.

A este panorama hay que añadir un elemento más que configura a la deuda pública como factor decisivo en la formación de la tasa de interés de corto plazo en México: la emisión de grandes cantidades de "papel" a plazos sumamente cortos (dada la incertidumbre que hemos mencionado) ocasionó una alta volatilidad del mercado y una excesiva especulación, que desbordó notoriamente a las autoridades del mercado de valores en 1987.

En ese año, el 93.3 por ciento del financiamiento de la deuda interna estaba pactada en CETES a plazos primarios de 28 días, pero que en el mercado secundario alcanzaban plazos máximos de 14 días.

Esta volatilidad del mercado alcanzó niveles realmente alarmantes en el mercado secundario de dinero, espacio natural para las tasas de interés. Inclusive a finales de febrero de 1989 las Aceptaciones Bancarias que representaban el 42 por ciento del total de instrumentos del mercado de dinero a esa fecha, estaban concentrados en un 95 por ciento a plazo de un día y 3 por ciento a 28 días. En niveles muy cercanos se encontraban los CETES en el mercado secundario. (1)

El tercer factor determinante es el manejo de la política monetaria, sobre todo en relación al crecimiento de la masa monetaria. La tasa de interés, la tasa de crecimiento de la masa

monetaria y la tasa de crecimiento de los precios están necesariamente relacionados (véase inciso 2, capítulo II).

La emisión excesiva de dinero conlleva una elevación general de los precios (tal y como lo muestra la Gráfica 6), la cual es percibida por los agentes económicos trasladándola a las tasas de interés.

Este esquema se reprodujo en el caso mexicano. El crecimiento excesivo de la oferta monetaria desde 1980 hasta 1987 fué el factor explicativo central del crecimiento de los precios y, por lo consiguiente, de la tasa de interés. (Véanse Gráficas 7 y 8)

El "circulo vicioso" inflación-altas tasas de interés-incremento en la oferta de dinero, fué una política recurrente a partir de 1982. Con el desencadenamiento del proceso inflacionario en ese año y la fuga de capitales se dió una elevación sustancial en la tasa de interés, misma que se trató de corregir con una mayor oferta de dinero.

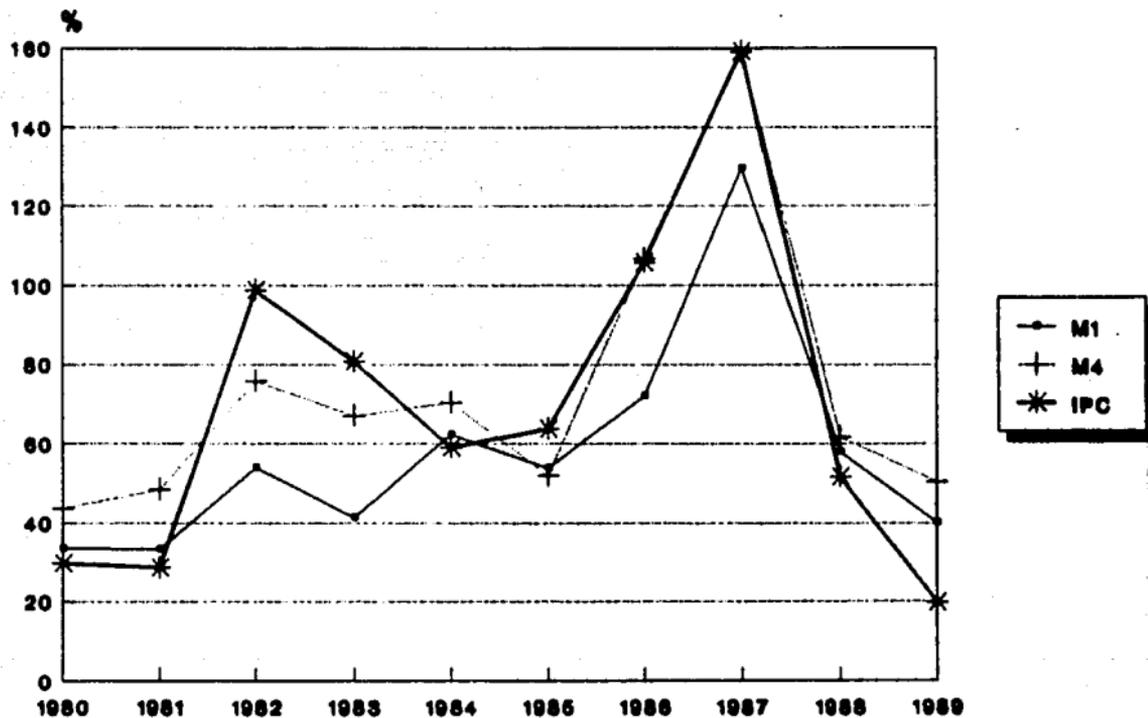
Sin embargo, esta adopción del control a las tasas de interés vía masa monetaria trajo como consecuencia un periodo de inestabilidad que condujo finalmente a la aceptación de las autoridades monetarias de altas tasas de interés como una consecuencia inevitable de la expansión monetaria.

A partir de 1988, se dá la inflexión para reducir el crecimiento de M1 a 40 por ciento en 1989, crecimiento alto, pero que se dá en aras de una costosa expansión del producto.

La apertura que ha venido mostrando la economía en forma gradual desde 1985, ha magnificado de alguna forma el grado de incidencia que tienen dos factores considerados externos en los modelos teóricos de los determinantes de la tasa de interés: las tasas internacionales y la prima por el riesgo cambiario.

GRAFICA 6

MEXICO: OFERTA MONETARIA Y PRECIOS
(VARIACION ANUAL, 1980-1989)

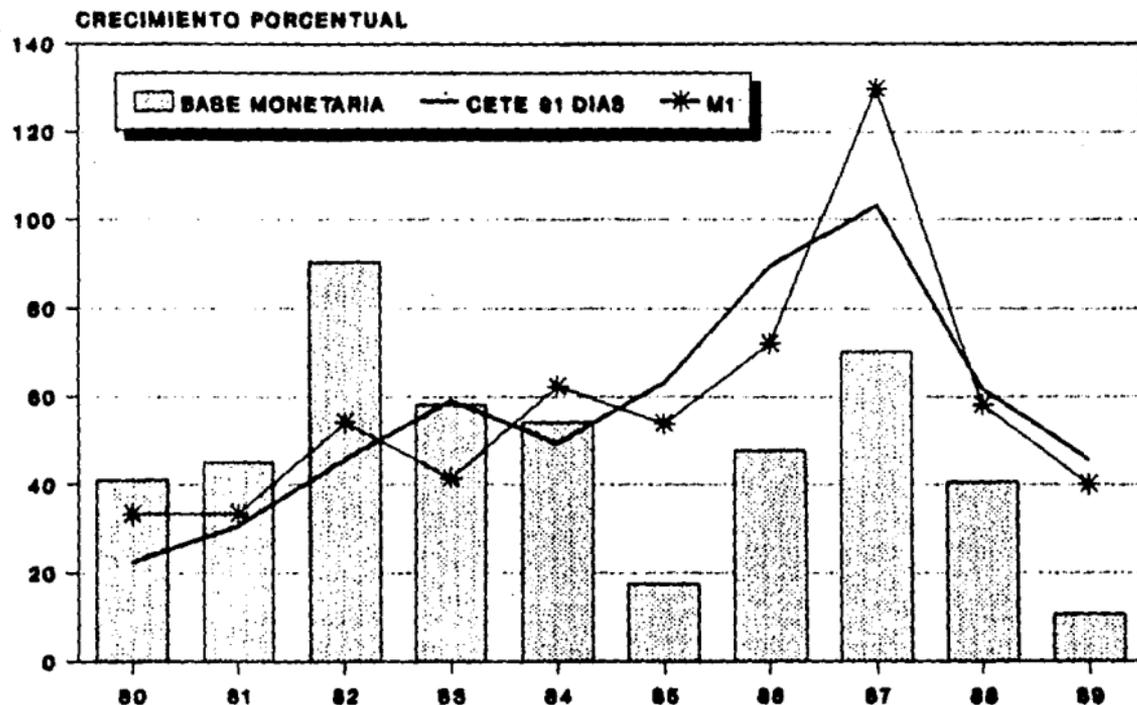


Elaborado con datos de BANXICO

GRAFICA 7

OFERTA MONETARIA Y TASAS DE INTERES

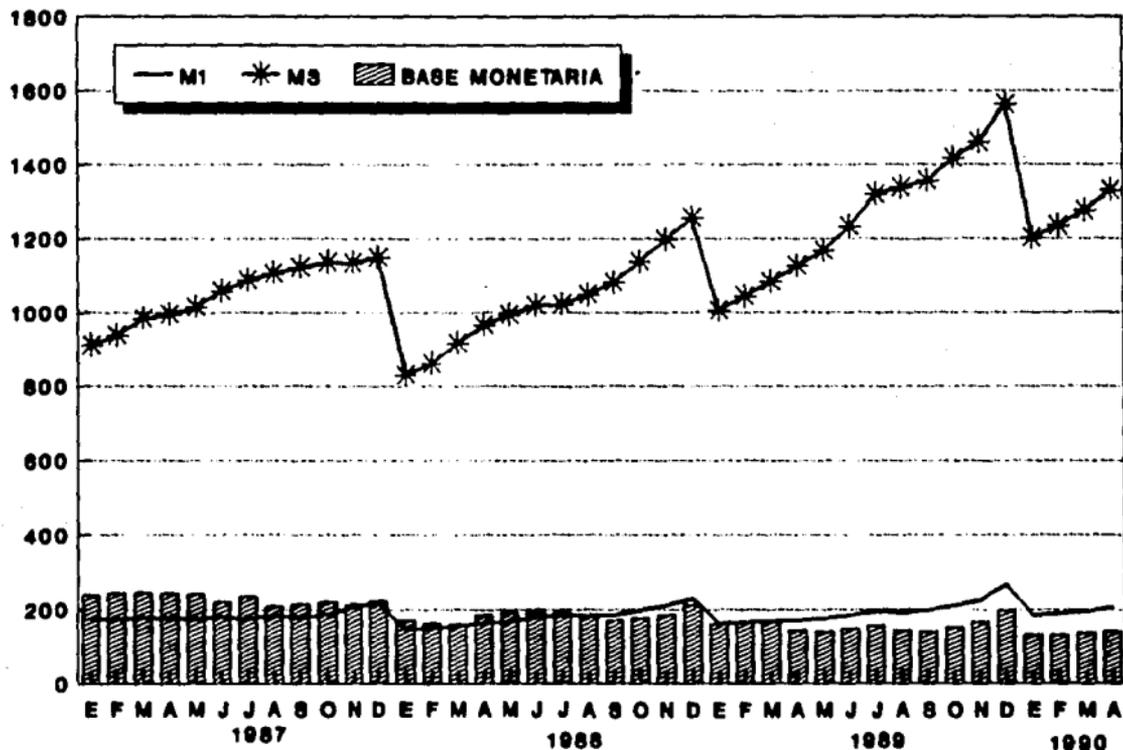
MEXICO: 1980-1989



Elaborado con datos de Banco de México

GRAFICA 8

BASE Y AGREGADOS MONETARIOS CONSTANTES
MEXICO, MILES DE MILLONES DE PESOS 1980



FUENTE: Elaborado con datos de BANXICO

Ambos factores inciden de manera importante en la conformación de las tasas de interés en México en la medida en que sitúan un "piso" natural a las tasas de interés internas que de otra forma provocarían fugas de capitales tal y como las hemos experimentado en el pasado. (Observe Gráfica 9)

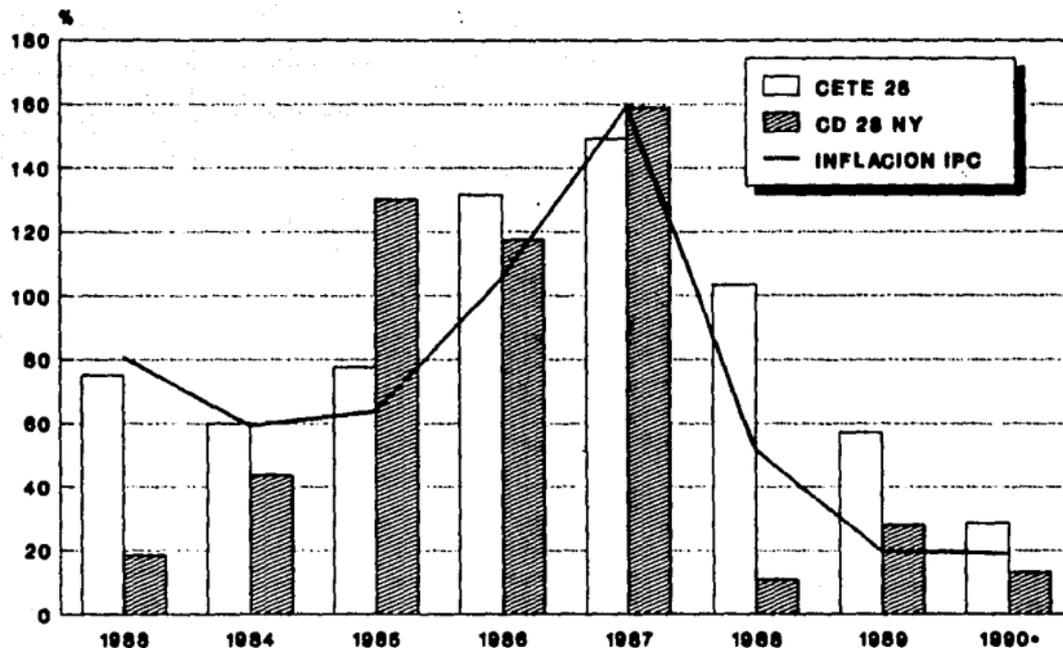
Sin embargo, es pertinente agregar que con la implementación del PECE y, por lo tanto, con el "congelamiento" del tipo de cambio durante 1988 y la implementación de un "control" en el ritmo del deslizamiento del peso frente al dólar durante 1989 y 1990, la prima por el riesgo cambiario se reduce de manera considerable a tal grado que es un porcentaje despreciable en la fijación de la tasa de interés.

Los cinco factores anteriores son los de mayor incidencia en la formación coyuntural de las tasas de interés en nuestro país, sin embargo a éstos podemos añadir otros factores que si bien no influyeron de manera directa en las tasas de interés, sí tuvieron participación indirecta en su determinación. La política fiscal y la desregulación parcial del sistema bancario a partir de 1989 pueden ser algunos ejemplos de lo anterior.

2. MEXICO: POLITICA DE TASAS DE INTERES Y CRECIMIENTO ECONOMICO

La hipótesis planteada en un inicio de que hay una estrecha relación entre tasas de interés y los componentes de la oferta y demanda agregadas, se confirman al acercarnos a la realidad mexicana y a las dos grandes etapas que ha vivido en la última década en materia de política de tasas de interés.

GRAFICA 9
COMPETITIVIDAD EN RENDIMIENTOS: MEX-EEUU
(RENDIMIENTO EN PESOS, (1983-1990))



• Al 31 de agosto
 Certificado de Depósito 28 días en EEUU
 Elaborado con datos de la BMV

La primera etapa, de 1982 a 1987 con tasas nominales al alza y tasas reales mayoritariamente negativas y de 1988 a 1990 con tasas nominales a la baja y tasas reales elevadas.

Para tener una idea precisa de la relación que guardan las tasas de interés y la demanda global es preciso desagregar a ésta en sus dos componentes fundamentales: la inversión y el consumo.

En México se puede observar claramente la relación existente entre la inversión privada, la formación bruta de capital fijo y las tasas reales de largo plazo (2).

Para el periodo 1982-87, la Inversión Fija Bruta cayó de 23 por ciento como proporción del PIB en 1982 al 18.9 por ciento para 1987, mientras que la Formación Bruta de Capital Fijo cayó en 11.8 y 0.6 por ciento para los años 1986 y 1987. (Gráfica 10)

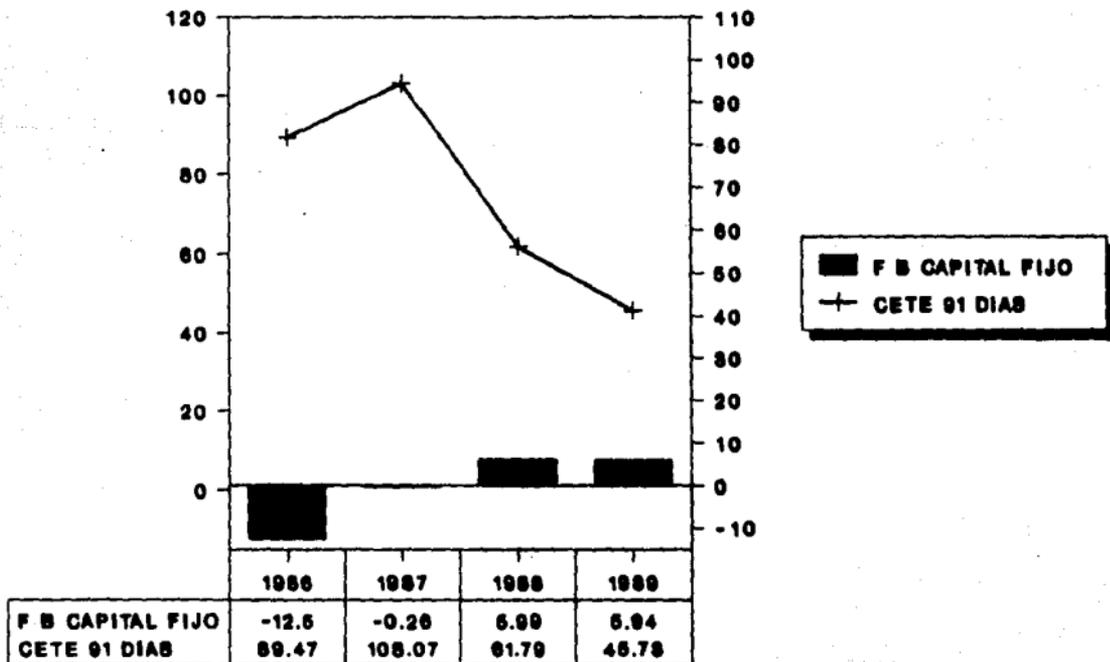
Debido al mecanismo del acelerador, el efecto de las altas tasas sobre la inversión y la aplicación de política restrictivas, condujo necesariamente a fuertes reducciones en ésta sobre todo en los años 1984-1987, años en que la tasa nominal histórica alcanzó su punto máximo.

En este periodo -dados los importantes incrementos en las tasas de interés de largo plazo, se convierte en una mejor opción la inversión financiera antes que la productiva, lo que orilla a que las empresas dediquen gran parte de su esfuerzo al área de tesorería.

De esta forma, la inversión productiva se estanca y posteriormente sufre una fuerte reducción en 1986, ante la nula tasa de redituabilidad de éstas frente a las tasas de interés.

GRAFICA 10

**MEXICO: FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO
(VARIACIONES ANUALES)**



FUENTE: Banco de México
• F B Capital Fijo a precios 1980

A partir de la implementación del PSE y del PECE, las tasas de interés descienden drásticamente, lo que junto a otros factores explicativos (renegociación de la deuda externa, inyección de recursos del exterior, drástica reducción del déficit fiscal) inciden en un reestablecimiento en el crecimiento de la inversión hacia 1989 y 1990.

Es en estos dos últimos años en los que se reflejan los cambios en las expectativas a raíz de una mayor certidumbre en el ámbito de la política macroeconómica y de una reducción sustancial en las tasas nominales de interés. Se estima, con una mayor certidumbre, que el arreglo en materia de deuda externa abrevia el camino de la reactivación productiva y favorece ampliamente la baja en las tasas de interés. (Véase Gráfica 11)

Desde esta óptica, la orientación empresarial nuevamente se centra en la inversión productiva antes que la financiera.

Las empresas, ahora principales ahorradores, emplean recursos propios de tesorería o financiamiento de la banca comercial para realizar sus inversiones (Gráfica 12). En 1988 el crecimiento del producto se asocia al surgimiento de la inversión. (Gráfica 13)

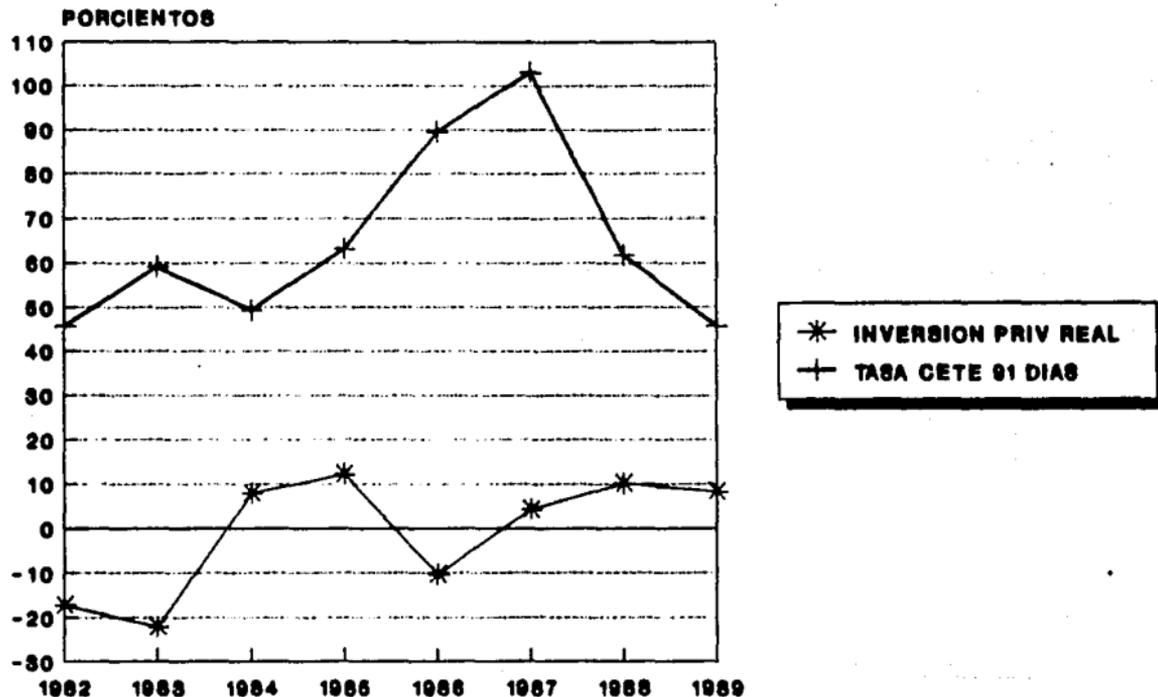
Por el lado del consumo privado mientras que en los años 1986 y 1987 las empresas con orientación al consumo final habían experimentado reducciones significativas en sus ventas reales, a partir de 1988 éstas comienzan a mostrar resultados favorables.

Lo anterior es resultado tanto de las remuneraciones pagadas por la industria manufacturera como de un avance sustancial en la actividad de la economía subterránea.

Un tercer factor explicativo de lo anterior, es la derrama que origina la transferencia de recursos del sector público al privado, como resultado del servicio de la deuda interna con tasas reales de interés superiores a las internacionales.

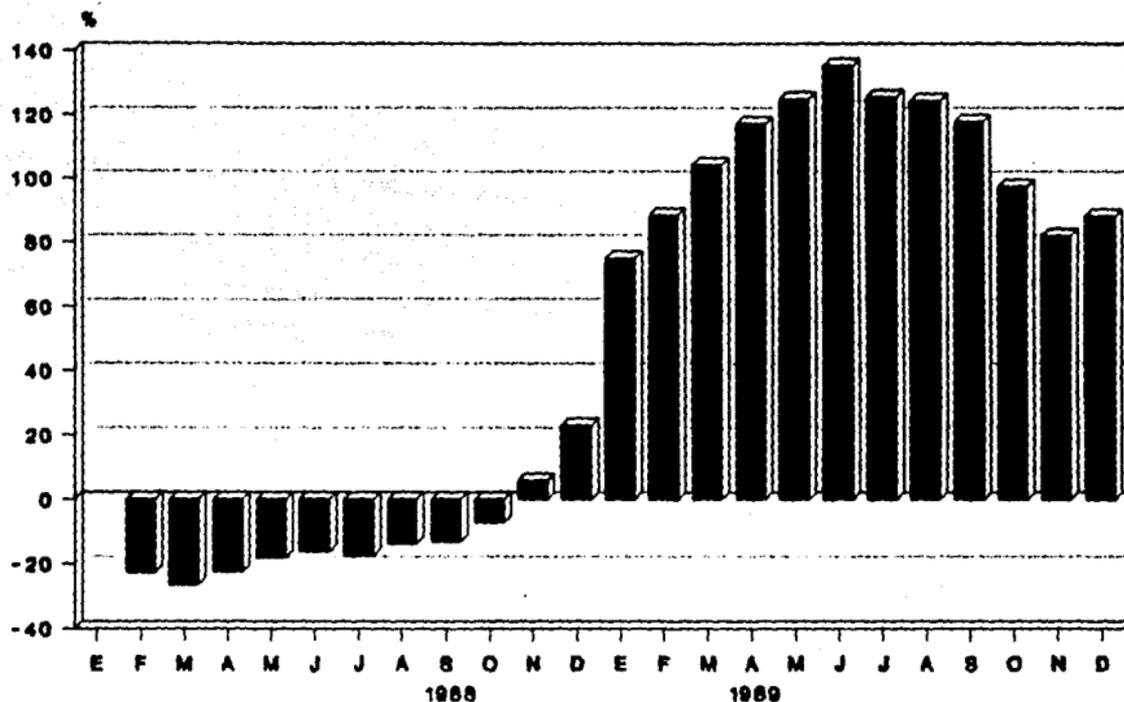
GRAFICA 11

MEXICO: INVERSION PRIVADA Y TASAS (VARIACION ANUAL)



GRAFICA 12

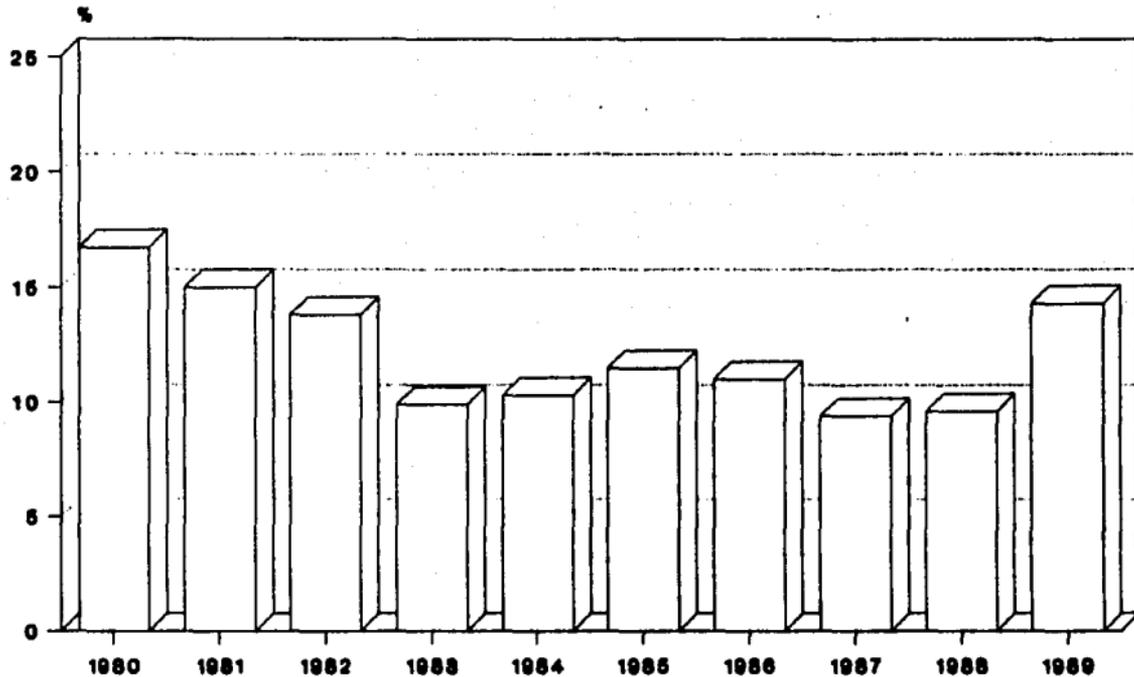
**MEXICO: FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO
(CRECIMIENTO ANUAL REAL, 1988-1989)**



Elaborado en base a datos de BANKICO
• Financiamiento de la banca comercial

GRAFICA 13

RECURSOS DISPONIBLES Y PRODUCTO
(FINANCIAMIENTO COMO PROPORCION DEL PIB)



Financiamento otorgado por el sistema bancario.

FUENTE: elaborado con datos de BANXICO

A diferencia de 1987, cuando la tasa real bordeaba el 6 por ciento, la tasa real promedio de 1989 alcanzaba ya el 25 por ciento lo que significa un aumento extraordinario al ingreso de quienes la reciben.

La estrecha correlación entre las ventas comerciales y el ahorro financiero también fortalece la hipótesis del efecto de las tasas sobre la demanda. El ahorrador puede percibir "ex-ante" que la tasa de inflación va de acuerdo con la de interés de la economía, pero "ex-post" descubre que la inflación es inferior, lo que hace que cuente con un ingreso superior al que esperaba obtener y promueve la decisión de emplear una parte para consumo.

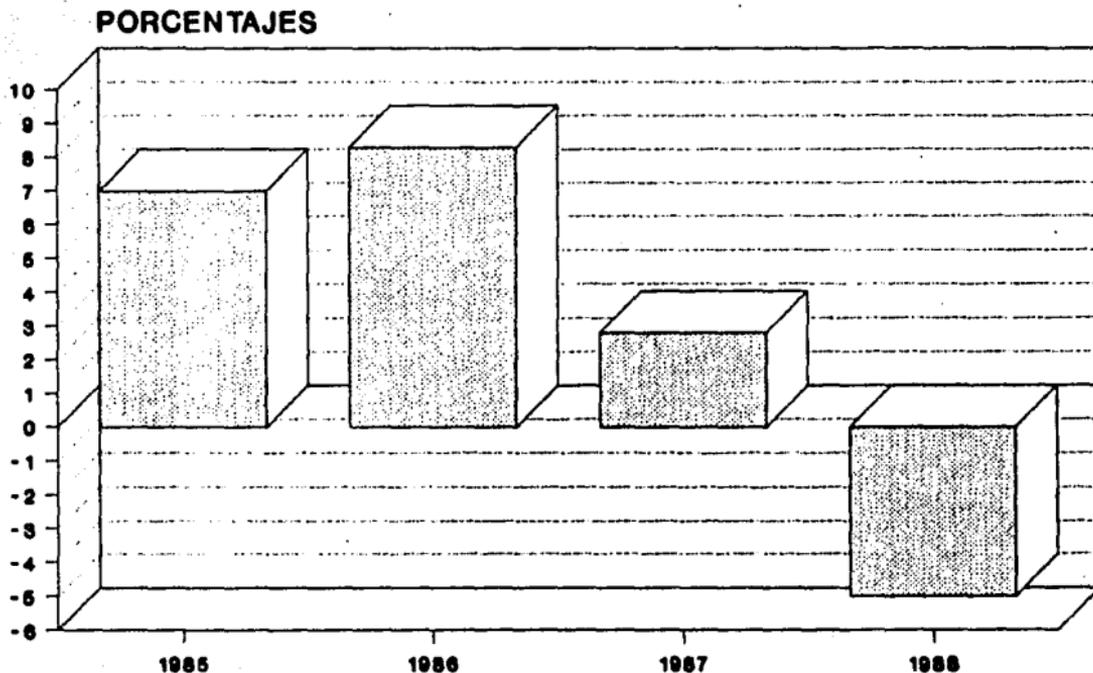
Por el lado de la oferta global, la reducción en las tasas a partir de 1988 y la consecuente reanimación en la inversión (al disminuir el costo de utilización del capital) trajo como consecuencia incrementos en el producto durante 1989.

En un estudio de la Bolsa Mexicana de Valores y el Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, de 111 empresas que cotizan en Bolsa (de un total de 127) para el periodo 1985-1988, se encontró que *"En cuanto al coeficiente CIF (costo integral de financiamiento) se observa una evolución favorable en la mayoría de las empresas; esto se debe tanto a política internas de las compañías, en particular menor endeudamiento, como a variables macroeconómicas, destacando entre ellas la estabilidad del tipo de cambio. Específicamente en el último año, el coeficiente CIF llegó a representar un ingreso adicional del 5 por ciento. Este comportamiento fué determinado por dos factores: a) reducción de la pérdida cambiaria y estabilidad en el tipo de cambio, y b) disminución del pago de intereses netos como consecuencia de la política de desendeudamiento y la percepción de ingresos financieros por inversiones en activos líquidos"* (Gráfica 14).

Lo anterior muestra una vez más dos cosas:

GRAFICA 14

MEXICO: MERCADO ACCIONARIO
COEFICIENTE C.I.F. PARA 111 EMPRESAS



FUENTE: BMV, IMERVAL
C.I.F.: COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO

A. La reducción de las tasas de interés favoreció fuertemente la estructura de costos de las empresas y mejoró notablemente sus pasivos.

B. Muchas empresas obtuvieron resultados favorables en mayor medida por transacciones en el mercado financiero y no en el ámbito de la producción. Lo anterior confirma el carácter especulativo de los años 1985-1987 y explica la fuerte incidencia que tienen las fluctuaciones de la tasa real en el comportamiento de los agentes económicos en el corto y largo plazos.

Por otra parte, el incremento en las tasas reales de interés trajo como consecuencia una mayor productividad media del capital en la medida en que la demanda de nuevas inversiones depende fundamentalmente de la comparación de la productividad marginal de la nueva inversión con su costo de utilización. En el contexto de una tasa real de interés a la alza, sólo las inversiones más rentables se llevan a cabo con lo que se incrementa la productividad media del capital y se marginan nuevas inversiones.

Lo anterior trae como consecuencia el predominio de la gran empresa y la quiebra o la potencial quiebra de las pequeñas empresas, junto a un menor incremento en los salarios y a un descenso severo en la participación de los salarios en el valor agregado e incrementos en el excedente bruto de explotación; situación que se ha agudizado en los dos últimos años para el caso mexicano.

3. MERCADOS FINANCIEROS EN PERSPECTIVA

La evolución errática y volátil que han seguido los mercados financieros en México (3) en los últimos 8 años de actividad financiera tienen sus elementos causales fundamentales en los siguientes:

1. La inestabilidad en los indicadores fundamentales de la economía. El ciclo Inflación-Devaluación-Recesión siempre -y casi por definición- vá acompañado por fuga de capitales, inversión externa a cuentagotas, clima de desconfianza y por una excesiva actitud especulativa.

En un clima de inestabilidad e incertidumbre macroeconómica es ilusorio pensar en el asentamiento de mercados financieros que coadyuven al fortalecimiento del ahorro nacional y de la demanda agregada.

2. El excesivo y creciente déficit público -a lo largo de los Ochenta- que se ensancha a raíz de un insuficiente flujo de recursos del exterior.

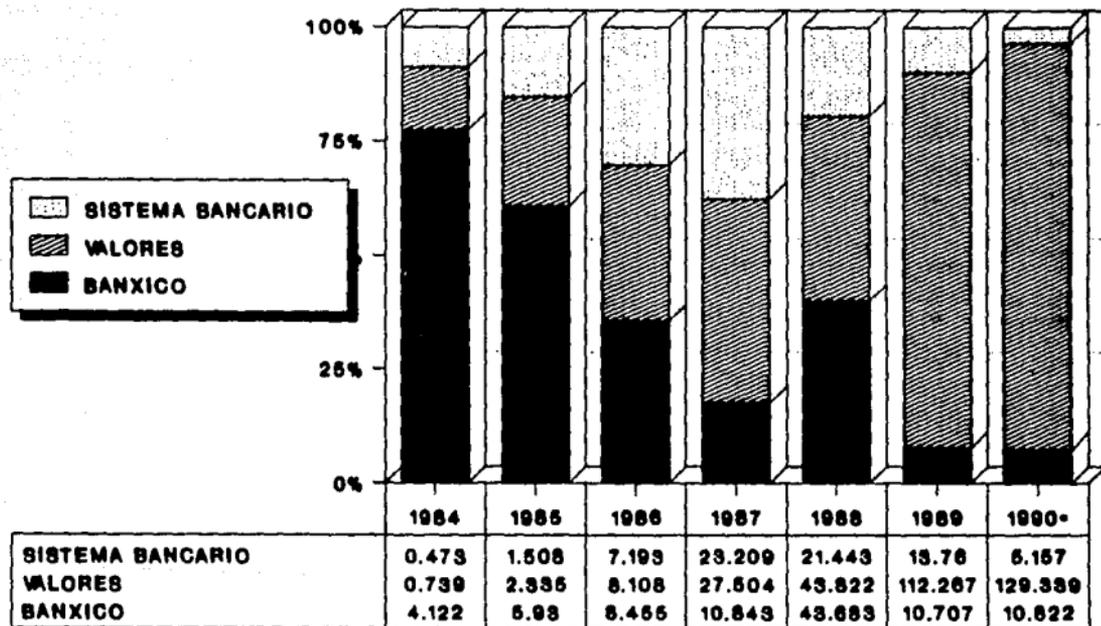
La desesperación por conseguir los recursos necesarios, provocan distorsiones en la formación de las tasas de interés y en la reglamentación y operación de los mercados financieros nacionales.

El crecimiento artificial, sobre todo de buena parte del mercado de capitales, es uno de los resultados de esta política desesperada y triunfalista.

3. La excesiva regulación a que han sido sometidos los mercados financieros a través de encajes legales, de rigideces en el manejo temporal de los recursos, de cajones de crédito específicos, de controles exógenos a las tasas de interés que pagan los instrumentos bancarios, de la nula competencia entre instituciones bancarias estatizadas, de la falta de una libertad de gestión tanto a nivel presupuestal como operativo, de la emisión libre de valores propios a las SNCs., etc. (Véase Gráfica 15)

GRAFICA 15

**ESTRUCTURA DE SALDOS DE LA DEUDA INTERNA
MEXICO, 1984-1990**



BILLONES DE PESOS

Datos tomados del Informe sobre la
Evolución de la Deuda Pública, I Trim-90
* Saldo a Marzo de 1990

4. La adversa evolución de la economía internacional. Baja constante en los precios del petróleo, signos de recesión en la economía norteamericana (creciente déficit presupuestal y comercial, elevado nivel inflacionario y de tasas de interés), así como movimientos erráticos en los mercados mundiales de capitales; son factores incidentales en el desenvolvimiento de nuestros mercados financieros.

Como ya lo hemos señalado, en la medida en que se dé la estabilidad macroeconómica, los mercados financieros dejarán de ser tan solo herramientas de especulación. Los cambios que originó el Pacto de Solidaridad Económica hacia 1988 aunados a la política de modernización y apertura de la economía ha venido a dar un vuelco de 180 grados a los factores causales de la inestabilidad en los mercados financieros. Lo que no quiere decir, necesariamente, que estos factores hayan desaparecido por completo, ni que existan otros que deben ser corregidos.

A partir de finales de 1988 se comienzan a dar cambios profundos en la reglamentación financiera. El primer paso se dá en octubre de 1988, cuando se autoriza que los bancos capten dinero a través de Aceptaciones Bancarias con tasa libre, la cual se ubica de inmediato en un nivel de casi 8 puntos arriba del Pagaré Bancario. El siguiente paso se dá en abril de 1989 al anunciarse la liberalización de tasas y plazos para los instrumentos tradicionales con lo que se inicia, en forma objetiva, la "lucha" por la captación del ahorro financiero en la banca estatalizada.

En diciembre de ese mismo año se introducen importantes reformas al sistema financiero nacional que incluyen: leyes de banca, seguros, fianzas, sociedades auxiliares de crédito, valores y sociedades de inversión.

Este llamado "paquete financiero" tiene dos objetivos centrales: 1. lograr que el ahorro alcance un 25 por ciento del PIB hacia 1994 y. 2. Preparar a los intermediarios financieros para enfrentar la competencia en servicios financieros a nivel internacional. El más reciente anuncio fue el referente a la reprivatización de la banca mexicana.

Los mercados financieros han estado determinados en gran medida por las fluctuaciones de la política macroeconómica. El periodo analizado (1982-1990) resalta la polarización en la conducción de la política económica y su influencia en el sistema financiero mexicano y, sobre todo, en la formación de las tasas de interés.

Mercados financieros sumamente distorcionados, especulativos y sesgados a cumplir una función de "apagafuegos" del sector público, con consecuencias revolventes en materia de inflación y crecimiento económico, son la característica que prevaleció durante gran parte de la década de los Ochenta.

Un mercado de dinero creado y desarrollado para resolver el problema del déficit público y no para cumplir su función natural de financiamiento a la inversión, y un mercado de capitales cuyos propósitos se orientaron más a cuestiones políticas y de "reinvidicación de ciertos privilegios a grandes empresarios".

La nueva estrategia de política económica implementada desde 1988 y la desregularización y liberalización de los mercados financieros, han favorecido ampliamente su desarrollo y determinación en los últimos meses.

Sin embargo aún existen cuestiones nodales por resolver:

A. Contamos con un mercado de capitales sumamente volátil, dependiente y especulativo. En reiteradas ocasiones (1987, 1989 y 1990 son algunos ejemplos de esto) ha demostrado un alto grado de inmadurez y de dependencia extrema ante acontecimientos externos.

Por las características de operación que presenta el mercado de capitales, no constituye una alternativa real de financiamiento a la mediana empresa, que a fin de cuentas, es la más necesitada de recursos.

Las Obligaciones industriales o los Bonos de largo plazo, representan montos demasiado pequeños como para que sean tomados en cuenta en el análisis de alternativas de financiamiento al desarrollo.

La misma cotización directa de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores es aún sumamente concentrada e irrelevante para la mayoría de las empresas inscritas en bolsa. Se pueden señalar a un grupo de no más de 30 empresas industriales, comerciales y de servicios que son las que diariamente "mueven" el mercado bursátil en México.

Desarrollar un mercado básico de Bonos de Largo Plazo, con características estatales, nacionales, para la mediana empresa, de infraestructura y sectoriales, se presume altamente prioritario si deseamos contar con un mercado de capitales que apoye el crecimiento de las unidades económicas nacionales en el largo plazo.

B. No existe aún una cultura empresarial de financiamiento vía la colocación de títulos en el mercado de capitales en México.

Lo anterior se entorpece aún más por la falta de una actitud empresarial retrógrada respecto de la información financiera de las empresas.

C. El mercado de dinero, el de mayor operatividad y cuantía en México, si bien se ha desarrollado de una manera importante gracias a los títulos de deuda pública, no ha sido aún el medio preferido por las empresas para allegarse recursos vía emisión de papel comercial, Bonos de prenda, papel comercial quirografario u otros instrumentos del mercado que surgan de acuerdo a las necesidades empresariales.

Junto a lo anterior, se puede señalar la limitante que aún existe en materia de diversificación de instrumentos. No se cuentan con instrumentos específicos que llenen necesidades particulares de financiamiento de las empresas y de los intermediarios financieros.

D. A fin de dotar de estabilidad a los mercados financieros, es preciso la creación e implementación de los mercados a futuros y de mercados de opciones.

E. A pesar de la baja sustancial en las tasas pasivas desde comienzos de 1990 en más de 20 puntos porcentuales, aún permanece un diferencial sumamente elevado entre éstas y las tasas activas que producen los créditos bancarios, sobre todo los destinados al consumo.

En la gran mayoría de los casos este diferencial es hasta de 25 puntos porcentuales, lo que convierte al crédito en un servicio caro e inaccesible a los sectores medios empresariales que deben transferir el precio del dinero a sus estructuras de costos.

1989 y 1990 son años trascendentales para los mercados financieros en México no solo a nivel de coyuntura, sino incluso a nivel de inserción inevitable en un sistema financiero internacional cada vez más globalizado y del cual no podemos prescindir.

Tres son los rieles centrales a través de los cuales deberán deslizarse el comportamiento de los mercados financieros nacionales hacia finales de siglo: La estabilidad macroeconómica, la conducción de la política monetaria y la adecuada inserción de la economía mexicana en el contexto internacional.

El manejo responsable del déficit público, la negociación de responsabilidad compartida en el asunto de la deuda externa, así como la contención y estabilización en el nivel de precios reales, son los asuntos a confirmar aún en materia de estabilidad macroeconómica para los próximos años.

Una política monetaria conducente a controlar el crecimiento de la base monetaria y por lo tanto, e indirectamente, de la masa monetaria, junto a cierta estabilidad en el tipo de cambio; refuerza la estabilidad económica y conduce a una eficiente asignación de los recursos en los mercados financieros.

Por último, una adecuada inserción de la economía mexicana en el contexto mundial. No solo no podemos soslayar este hecho, sino incluso es un factor necesario para maximizar las oportunidades que brinda la integración real y financiera de las economías.

NOTAS AL CAPITULO V

(1) Véase Multiplicador Financiero del 27 de febrero de 1989 y datos que ofrece Banco de México en Indicadores Económicos.

(2) La tasa de interés real a largo plazo es el indicador más apropiado del costo de utilización del capital a pesar de que se corre el riesgo de expresar con menor fidelidad la orientación de la política monetaria. Para su medición, en el caso mexicano -tal y como lo explicamos en el capítulo II y en la nota (5) de ese mismo capítulo- usamos los datos del CETE a 91 días en lugar del BONDE dado la constitución reciente de éste último instrumento y de la mínima diferencia que existe en las tasas nominales que pagan ambos instrumentos.

(3) En este capítulo cuando nos referimos a "mercados financieros", estamos haciendo alusión fundamentalmente al mercado de dinero y al mercado de capitales.

Por razones de simplificación incluimos en la concepción de "mercado de dinero" a los instrumentos financieros gubernamentales (CETES, Pagafes, Bondes, Tesobonos, Ajustabonos, Bondis y Petropagare), bancarios (Pagare con rendimiento liquidable al vencimiento y Aceptación Bancaria) y privados (Bonos de prenda, papel comercial, papel comercial quirografario y papel comercial indizado).

A su vez, en la concepción de "mercado de capitales" incluimos instrumentos financieros de renta variable (Acciones industriales, comerciales, de servicios, de seguros y fianzas y casas de bolsa, así como Certificados de Aportación Patrimonial), de renta fija (Obligaciones, petrobonos, bonos de indemnización bancaria, bonos bancarios de desarrollo, bonos de renovación urbana y bonos bancarios de infraestructura), y sociedades de inversión (Común, de renta fija, para personas morales y de capitales).

INDICE DE GRAFICAS

- GRAFICA 1: DEUDA EXTERNA: MERCADO SECUNDARIO
MEXICO, BRASIL, ARGENTINA Y CHILE)
- GRAFICA 2: MEXICO: DETERMINANTES DE LA TASA DE INTERES A
CORTO PLAZO
- GRAFICA 3: MEXICO: TASAS REALES DE LARGO PLAZO (1980
-1990)
- GRAFICA 4: EVOLUCION COYUNTURAL DE LAS TASAS REALES
(MEXICO, 1987-1990)
- GRAFICA 5: DEUDA INTERNA: SALDOS E INTERESES
(MEXICO, 1984-1990)
- GRAFICA 6: MEXICO: OFERTA MONETARIA Y PRECIOS
(VARIACION ANUAL 1980-1989)
- GRAFICA 7: OFERTA MONETARIA Y TASAS DE INTERES
(MEXICO: 1980-1989)
- GRAFICA 8: BASE Y AGREGADOS MONETARIOS CONSTANTES
(MEXICO, MILES DE MILLONES DE PESOS 1980)
- GRAFICA 9: COMPETITIVIDAD EN RENDIMIENTOS: MEXICO-EEUU
(RENDIMIENTOS EN PESOS, 1983-1990)

- GRAFICA 10: MEXICO: FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO
(VARIACIONES ANUALES, 1986-1989)
- GRAFICA 11: MEXICO: INVERSION PRIVADA Y TASAS
(VARIACION ANUAL, 1982-1989)
- GRAFICA 12: MEXICO: FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO
(CRECIMIENTO ANUAL REAL, 1988-1989)
- GRAFICA 13: RECURSOS DISPONIBLES Y PRODUCTO
(FINANCIAMIENTO COMO PROPORCION DEL PIB)
- GRAFICA 14: MEXICO MERCADO ACCIONARIO
(COEFICIENTE C.I.F. PARA 111 EMPRESAS)
- GRAFICA 15: ESTRUCTURA DE SALDOS DE LA DEUDA INTERNA
(MEXICO, 1984-1990)

BIBLIOGRAFIA

BHATT, V.V.; "Mejoramiento de la estructura financiera en países en desarrollo", Finanzas y Desarrollo, FMI, junio 1986.

CANNOLLY, M. y GONZALES-VEGA, C.; "Economic Reform and Stabilization in Latin America", Praeger, New York 1987

CENTRO DE INVESTIGACION PARA EL DESARROLLO. "El Sistema Financiero Mexicano: motor de desarrollo económico"; junio, 1990.

EDWARDS S. y KHAN, M.; "Interest Rate Determination in Developing Countries: A conceptual framework". National Bureau of Economic Research, Enero 1985

IZE, ALAIN; "Savings, Investment and Growth in Mexico", Working Paper IMF, Febrero 1989.

JOHNSON, HARRY; "Inflación, Revolución y contrarrevolución keynesiana y monetarista". Biblioteca de Economía, Ed. Orbis, 1985

KHATKHATE, DEENA; "Estimación de las tasas reales de interés en los países menos desarrollados". Finanzas y Desarrollo, FMI, junio 1986.

LONG, M. y EVENHOUSE, E.; "La Reestructuración de Sistemas Financieros en Dificultades". Finanzas y Desarrollo, FMI, Septiembre 1989

MANCERA, Miguel; Discurso pronunciado el 3 de agosto de 1989 en la V Reunión Nacional de la Banca. Monterrey, N.L. (véase El Mercado de Valores núm. 16 del 15 de agosto de 1989)

"Consideraciones sobre las tasas de interés", Ejecutivos de Finanzas. IMEF, Febrero 1985.

"La Competencia en el Sistema Financiero", Ejecutivos de Finanzas, IMEF, Noviembre 1989

PENALOZA, TOMAS; "La Banca Mexicana. Situación actual y perspectivas frente a la apertura de los servicios financieros" en Comercio Exterior, junio 1989

PHILIPSON, EDVARD; "Determinación de las Tasas de Interés en México". Tesis Profesional. ITAM, 1985.

PODER EJECUTIVO FEDERAL: "Plan Nacional de Desarrollo, 1989-1994"; SPP, 1989

QUIJANO, JOSE MANUEL; "México: Estado y Banca Privada", CIDE, 1982.

ROZO, CARLOS. "La Paradoja del Crecimiento Crediticio: ¿Camino hacia la crisis?" en Comercio Exterior, octubre 1987.