

6.7
2ej



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

"CONSECUENCIAS DE LA INVERSION EXTRANJERA
DE CARTERA EN LA ECONOMIA MEXICANA"

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMIA

P R E S E N T A :

CARLOS ENRIQUE TUREGANO FLORES



ASESOR: DR. ARTURO HUERTA G.

272709

MEXICO, D. F.

1999

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



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.

**Agradezco a: Arturo Huerta G. y Gonzalo Martínez Flores por su colaboración
y ayuda, en la elaboración del presente trabajo.**

Indice

Introducción.	2
Capítulo 1	4
Políticas de estabilización económica y financiera en México 1982-1988	4
1.1 Antecedentes	4
1.1.1 El modelo primario exportador	4
1.1.2 El modelo de sustitución de importaciones	5
1.1.3 Fallas y fin del modelo	10
1.2 La Economía Mexicana en el periodo 1982-1987	14
1.2.1 El Endeudamiento de México	14
1.2.2 La política de tipo de cambio en el periodo 1982-1987	17
1.2.3 La Inflación	19
1.3 Comportamiento del capital externo de 1982 - 1988	21
1.3.1 El problema del financiamiento	22
Capítulo 2	25
Políticas de estabilización económica y financiera en México 1988-1994	25
2.1 La economía mexicana en el periodo 1988-1994	25
2.1.1 La Aplicación de los pactos	26
2.2 Políticas económicas aplicadas a partir de 1988	27
2.2.1 La apertura comercial	29
2.2.1.1 Las empresas transnacionales beneficiadas por la apertura comercial	31
2.2.2 La apertura financiera	32
2.2.3 La política de tipo de cambio a finales de los 80's y principios de los 90's	35
2.2.3.1 La tasa de interés y el tipo de cambio	37
Capítulo 3	40
La inversión extranjera de cartera y la crisis financiera de 1994	40
3.1 Inversión extranjera de cartera en México	40
3.2 El sistema financiero mexicano	43
3.2.1 Funcionamiento del mercado financiero	48
3.2.1.1 Mercado de capitales	49
3.2.1.2 Mercado de dinero	50

3.2.1.3 Mercado de derivados	51
3.2.2 Desvinculación entre la esfera financiera y la esfera productiva	51
3.2.3 Las tasas de interés	54
3.3 La crisis de 1994	56
Capitulo 4	60
Políticas de ajuste y estabilización en México a partir de 1994	60
4.1 Consecuencias de la crisis financiera	60
4.2 Políticas generadoras de confianza	61
4.2.1 Política monetaria en 1995	63
4.2.2 Política fiscal en 1995	65
4.3 Repercusiones de la crisis en la esfera productiva	66
4.3.1 Repercusión de las políticas de estabilización en la esfera productiva	68
4.4 Vulnerabilidad de la Economía mexicana ante la inversión extranjera de cartera	72
4.4.1 Factores de riesgo de crisis por fuga de capitales	74
4.4.1.1 Riesgo cambiario	74
4.4.1.2 Cambio de expectativas	74
4.4.1.3 Factor externo	75
4.5 El contexto financiero internacional	76
4.5.1 El mercado financiero mexicano ante el mercado financiero global	80
Conclusiones	84
Anexo	91
Bibliografía	103

Introducción.

La economía mexicana en las últimas dos décadas ha sufrido varias crisis recurrentes. Éstas, se han dado en el marco de políticas económicas neoliberales (libre comercio, libre movilidad de capital, menor participación del estado en la economía), las cuales privilegian al capital financiero, promoviendo a la inversión extranjera como principal impulsor del crecimiento económico. Sin embargo, la inversión extranjera de cartera ha, generado un riesgo mayor de un colapso de la economía nacional y del modelo neoliberal en el cual se sustenta.

El objetivo principal del presente trabajo, es demostrar el gran riesgo de incurrir en una crisis de grandes proporciones, tanto al nivel financiero como al nivel productivo, si se siguen aplicando las políticas de atracción de capitales extranjeros, que incrementan la vulnerabilidad del país ante el capital financiero internacional. Así como desmitificar los beneficios de la inversión extranjera de cartera.

Otro objetivo, es demostrar que el sistema financiero mexicano es incapaz de lograr la eficiente distribución de los recursos financieros, lo que permitiría un crecimiento de la economía.

Finalmente, se intentará demostrar que con las políticas neoliberales, no sólo se busca beneficiar a la inversión extranjera de cartera y a la esfera financiera en general, sino que al hacerlo se actúa en detrimento de la esfera productiva.

Para este estudio se parte del análisis de la situación económica del país, del resultado de la inversión extranjera de cartera y de cómo se ha afectado esta inversión por las políticas económicas aplicadas a partir de la década de los ochenta, para así poder evaluar los efectos de la inversión extranjera de cartera y de las políticas neoliberales en la esfera productiva y el comercio exterior, así como en la economía en general.

El análisis se basa en: la revisión bibliográfica y hemerográfica, respecto a estudios de economía mexicana, así como del sistema financiero mexicano. Así mismo se utilizó la información estadística para analizar las principales variables macroeconómicas, y variables relacionadas con la inversión extranjera de cartera, para así poder observar y describir objetivamente el desempeño económico del país y el comportamiento de la inversión extranjera de cartera.

Capitulo 1

Políticas de estabilización económica y financiera en México 1982-1988

1.1 Antecedentes

a historia contemporánea del desarrollo económico de México se inicia a partir del modelo de sustitución de importaciones en la segunda mitad de la década de los cuarenta. Sin embargo, hasta la década de los treinta, México se encontraba en lo que se ha llamado un modelo de crecimiento hacia fuera.

1.1.1 El modelo primario exportador

El modelo de crecimiento hacia fuera, estaba basado principalmente, en las exportaciones del sector primario. Este modelo económico, que planteaba un crecimiento económico basado en el sector primario exportador, mantuvo al sector externo con fluctuaciones constantes a lo largo del tiempo, y por tanto se afecto a la economía, debido a las constantes fluctuaciones de los precios de los bienes que el país exportaba. No fue sino hasta 1929 con la crisis económica mundial, que hubo necesidad de cambiar el modelo económico.

Con la crisis económica que se vivió en el ámbito mundial (afectándose Latinoamérica y por lo tanto México) disminuyó

significativamente la demanda internacional de bienes exportados por México (principalmente bienes del sector primario y minero). Esto se reflejó inmediatamente en una disminución de la producción, generando no sólo un estancamiento de la economía, sino también un retroceso de la misma.

La crisis de exportación generó una crisis general de la economía mexicana a lo largo de la década de los treinta. Fue entonces cuando se evidenció la necesidad de cambiar el modelo económico para evitar la vulnerabilidad de la economía nacional con respecto a los cambios externos. Por lo tanto, se comenzaron a aplicar políticas enfocadas a generar un crecimiento basándose en el mercado interno (Crecimiento hacia adentro) y no en las exportaciones. Aun sin la formalización de un nuevo modelo económico se realizaron cambios, en un primer momento de modo un tanto intuitivo: ante los desajustes del sector externo, el estado tomó medidas de ajuste en la esfera productiva nacional. A medida que fue formalizándose el modelo, el estado tomó el papel de director de la economía nacional. Surge así en la segunda parte de la década de los cuarenta un nuevo modelo, conocido como el modelo de sustitución de importaciones.

1.1.2 El modelo de sustitución de importaciones

El objetivo del modelo de sustitución de importaciones era disminuir la vulnerabilidad ante el exterior, así como la dependencia tanto de las importaciones de manufacturas como de la exportación de bienes

primarios, e impulsar a la industria nacional. A *grosso modo*, este consiste en proteger a los sectores de la economía que compiten con las importaciones para así lograr un desarrollo del sector productivo. Las importaciones son sustituidas por productos internos, tanto en bienes finales como en bienes intermedios; y finalmente, con los bienes de capital para así lograr la industrialización del país o como lo explican Sunkel y Paz¹: "El estado en función de su política de desarrollo industrial, reduce o elimina las importaciones de bienes de consumo y favorece en cambio las de bienes de capital que necesita el empresario para instalar, o ampliar, la producción de los bienes cuya importación cesa o se reduce. Pero aun cuando el empresario instale su industria, no por ello dejara de seguir importando bienes de capital e insumos pues falta un complejo industrial existente que los suministre".

La falla en la aplicación del modelo en México, consistió en que nunca se desarrollo un complejo industrial que suministrara los bienes de capital y los insumos.

La sustitución de la producción manufacturera, de bienes de consumo duradero y no duradero así como de bienes intermedios, quedó medianamente cubierta, y la sustitución de la producción de bienes de capital fue realizada de manera insignificante. Esto hizo que la industria nacional que se logró establecer fuese muy dependiente de

¹Sunkel Osvaldo y Paz Pedro, *El desarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, siglo XXI 1976 p.99

las importaciones de bienes de capital, y, de bienes intermedios, además que no hubo apoyo a la industria exportadora. Por lo tanto, la aplicación del modelo se vio traducida en un creciente déficit de comercio exterior (cuadro 1), debido al incremento de las importaciones de bienes intermedios y de capital.

Cuadro 1

Saldo de la Balanza comercial
(millones de dolares)

Año	Saldo	Año	Saldo	Año	Saldo
1960	-448.0	1970	-1039.0	1980	-3384.8
1961	-339.0	1971	-890.0	1981	-3846.3
1962	-254.0	1972	-1096.0	1982	6792.7
1963	-311.0	1973	-1821.0	1983	13761.1
1964	-489.0	1974	-3295.0	1984	12941.7
1965	-458.0	1975	-3637.0	1985	8451.7
1966	-432.0	1976	-2644.0	1986	4598.6
1967	-634.0	1977	-1055.0	1987	8433.3
1968	-752.0	1978	-1854.0	1988	1666.9
1969	-647.0	1979	-3162.0	1989	-644.8

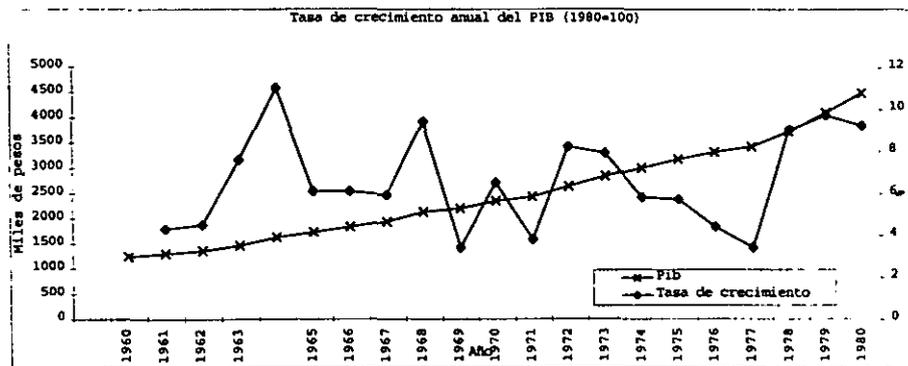
Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México

La protección de bienes intermedios y de capital se llevo a cabo a través de un sistema de permisos previos de importación, mediante el cual las empresas nacionales podían importar, previa autorización, los insumos necesarios para su desempeño así como la maquinaria que requería para producir. Con el tiempo, el hecho de que se permitiera la importación de bienes intermedios y de capital, impidió que surgieran redes nacionales de distribución de insumos y desarrollo en la producción de bienes de capital. Lo anterior exigía un superávit en la cuenta de capital para financiar el déficit en la balanza comercial generado por las importaciones de bienes intermedios y de capital.

El déficit en balanza comercial se financió principalmente a través de inversión extranjera directa, y de préstamos internacionales, los cuales incrementaban la deuda externa del país. Finalmente, esto se vió traducido en la incapacidad de pago de la deuda lo que propició la crisis de 1982.

Aunado al modelo de sustitución de importaciones se aplicaba una política económica de corte keynesiano: de incremento del gasto publico para incrementar el consumo y la demanda agregada así como impulsar el desarrollo industrial y finalmente el PIB. También se tenía un gobierno que llevaba las riendas de la economía, convirtiéndose en productor en las ramas de la economía que consideraba clave para el desarrollo del país (tales como PEMEX). Este modelo permitió a la economía tener un crecimiento económico sostenido a lo largo de las décadas de los cincuenta y sesenta, e incluso en los setenta (Gráfica 1).

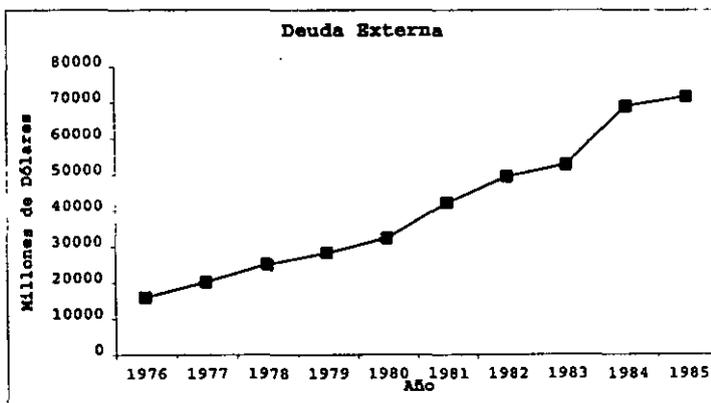
Gráfica 1



Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos

El crecimiento en las décadas de los cincuenta y setenta estuvo apoyado, hasta la década de los sesenta, por la entrada de inversión extranjera directa. Para finales de la década de los setenta, se recurrió a la deuda externa (Gráfica 2) para financiar el crecimiento a través del gasto público. Con esto se logró, en un primer momento, incrementar la producción nacional y crear una planta productiva próspera en determinadas áreas. Sin embargo, esta industria no impulsaba a las empresas que se encargaban de producir los bienes intermedios. Ya que la mayor parte de estos eran importados. Por otro lado, la importación de bienes de capital impidió el desarrollo de una industria de estos bienes sólida, así mismo el impulso al sector primario y al sector exportador fue mínimo, por lo que el desarrollo económico estuvo incompleto.

Gráfica 2



Fuente: Cuarto y Sexto Informe de gobierno. MGH

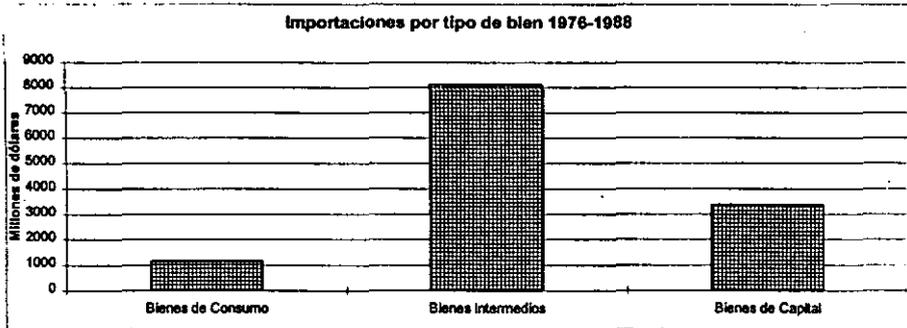
1.1.3 Fallas y fin del modelo

En la década de los setenta, el modelo ya mostraba fallas en su aplicación, pues no se generaban las condiciones necesarias en la industria nacional para que el país pudiera continuar creciendo sin la necesidad de recurrir a la deuda externa y sin déficit en la balanza comercial.

Esto generó un declive de la economía, que alcanzó su límite en la crisis de 1982. Entonces, se plantea la necesidad de cambiar el modelo existente por uno diferente, ya que se culpa al modelo de sustitución de importaciones de provocar la crisis. Aunque en realidad, no fue el modelo en sí, sino la mala aplicación del mismo lo que la generó.

La mala aplicación del modelo consistió básicamente en el apoyo y fomento a las industrias consideradas como clave, pero descuidando a las empresas encargadas de suministrar los insumos que éstas requerían, así como a las empresas productoras de capital, empresas exportadoras y el sector primario. Se tenían pues, unas cuantas industrias fortalecidas y beneficiadas por el modelo las cuales tenían un elevado nivel de importaciones en sus insumos. Esto implica que las empresas nacionales que se encargaban de producir los insumos en realidad no estaban protegidas ante las importaciones. (Gráfica 3).

Gráfica 3



Puente: indicadores de comercio exterior, Banco de México

Debido a la carencia de una red de productores y distribuidores de insumos nacionales, estas empresas no estaban "jalando" al resto de la planta productiva nacional. Esto, contrariamente a lo que plantea el modelo, hacía a la economía nacional más vulnerable ante el sector externo. Por otro lado el estado incurría en un endeudamiento cada vez mayor para poder incrementar su gasto mayormente en las industrias claves, aunque éstas no podían generar por si solas el crecimiento suficiente para cubrir el endeudamiento ni para generar un desarrollo sostenido.

Este endeudamiento externo aunado a la mala aplicación del modelo de sustitución de importaciones, fueron las causas principales de la crisis de 1982. La economía se había hecho (contrariamente a lo que plantea el modelo de sustitución de importaciones) muy dependiente del sector externo, tanto por la dependencia de importaciones de bienes intermedios y de bienes de capital, como la dependencia de exportaciones petroleras. En la segunda mitad de la década de los setenta, la economía mexicana se desarrolló gracias a la crisis

petrolera provocada por la OPEP, mediante la producción de petróleo. Sus precios se elevaron, y considerando la riqueza natural del país, la mayor parte del gasto fue destinado a la explotación del petróleo.

Se recurrió al endeudamiento externo para cubrir el déficit de comercio exterior y para incrementar la inversión petrolera, sin embargo aun con la exportación petrolera la industria mexicana (incluyendo a la petrolera) dependía de la importación de bienes intermedios y de capital, por lo que resultaba difícil cubrir el déficit comercial.

El endeudamiento externo se justificaba bajo la idea de que la exportación del petróleo iría cubriendo el monto de la deuda sin ningún problema. Esto resulto benéfico mientras el precio del petróleo se mantuvo a niveles altos en los mercados internacionales. Ya que se incrementó la inversión en la industria (principalmente petrolera), pero cuando el precio internacional del petróleo se redujo, la economía mexicana entró en crisis, pues estaba basada en la exportación de este producto, (el cual esta sujeto a las variaciones del mercado internacional) lo que hizo que la economía se volviera vulnerable ante el sector externo. Evidenciando la incapacidad del país de cubrir los déficits fiscal y comercial.

Ante la crisis de 1982 se culpa al modelo de sustitución de importaciones y se cambian las políticas anteriores por las sugeridas por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Ante la incapacidad de

pago de México, este organismo internacional en marcó los lineamientos para las políticas que se habrían de seguir. Debido a la incapacidad de pago por parte de México ante sus acreedores, se le niega la entrada a los mercados internacionales de capitales. Por tanto, se tuvo que recurrir a políticas de tipo devaluatorias para así incrementar las exportaciones y eliminar el déficit comercial. Éste no podía ser financiado con un superávit en la cuenta de capital ya que aparte de tener cerrado el acceso a los mercados de capitales, la inversión extranjera dejó de fluir al país por que había desconfianza a causa de la crisis.

A partir de la crisis de 1982 se adoptó un modelo neoliberal debido, principalmente, al alto nivel de endeudamiento y a la incapacidad de los pagos exigidos por los acreedores. Esto subordinó a la economía nacional a los lineamientos del FMI; lineamientos los cuales, según Chossudovsky, "niegan a los países en desarrollo la posibilidad de construir una economía nacional: La internacionalización de las políticas macroeconómicas [recomendadas por el FMI] transforman a los países en 'reservas' de fuerza de trabajo barata y recursos naturales."²

²Chossudovsky Michel "The Globalization of poverty: Impacts of IMF and World Bank reforms" Pag. 37 Malasia 1997

1.2 La Economía Mexicana en el periodo 1982-1987

1.2.1 El Endeudamiento de México

A raíz de la deuda externa que tenía México, se suscitó la crisis de 1982. La deuda externa se vio incrementada a lo largo de la década de los setenta y principios de los ochenta. El gobierno federal recurrió a los préstamos internacionales con el fin de financiar el déficit de cuenta corriente y de incrementar las inversiones principalmente en la industria petrolera (ya que se tenían expectativas de que los precios internacionales del petróleo mantuviesen elevados). Por otro lado, las bajas tasas de interés internacionales volvieron los préstamos más atractivos. Sin embargo, al elevarse las tasas de interés a fines de 1981 y bajar los precios del petróleo, el país se vio imposibilitado para hacer frente a sus compromisos de pago de deuda, por lo que se renegó esta. Esto subordinó al país ante el Fondo Monetario Internacional (FMI), quedando las políticas económicas de México en manos de dicho organismo.

En el periodo comprendido entre 1982 y 1987, se instrumentaron políticas contraccionistas y devaluatorias. Las políticas contraccionistas estaban enfocadas principalmente a disminuir el déficit fiscal, por lo que se procedió a la reducción del gasto con el fin de controlar la inflación y disminuir las importaciones,

generando así un superávit de comercio exterior. Sin embargo, el déficit fiscal no se pudo eliminar. Aunque el gasto se vio reducido, el pago de los intereses externos continuó siendo muy elevado, y los intereses internos se elevaron cada vez más (cuadro 2); pues con la deuda interna se pretendía cubrir los compromisos externos como menciona Arturo Huerta³: "En el periodo 83-88 el gobierno, por medio del endeudamiento interno, hizo frente a los problemas financieros... La mayor demanda de crédito interno presiono sobre la tasa de interés, lo que redundo en una mayor carga del servicio de la deuda interna"

Cuadro 2
Pago de intereses (Porcentaje del PIB)

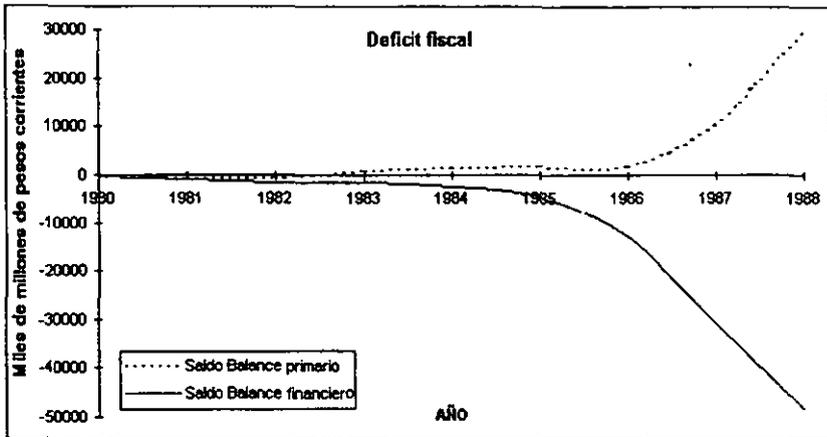
Año	Internos	Externos	Total
1980	2.4	1.1	3.5
1981	2.9	2.1	5.0
1982	4.9	3.3	8.2
1983	7.7	4.6	12.4
1984	8.0	3.9	11.9
1985	7.8	3.7	11.5
1986	12.1	4.4	16.6
1987	6.1	4.4	10.5
1988	7.3	3.6	10.9
1989	8.6	3.4	12.0

Fuente: Indicadores Economicos. Banco de México

Esta sobrecarga obviamente genera un mayor déficit fiscal; por lo que aun con políticas contraccionistas éste no disminuye (gráfica 4).

³Huerta Arturo. "La política neoliberal de estabilización económica en México: límites y alternativas" Capitulo 1 pag 21

Gráfica 4



Fuente: Banco de México

En la gráfica 4 se observa cómo es que el déficit primario desaparece, convirtiéndose en superávit; pero el déficit financiero se ve incrementado.

A partir de la renegociación de la deuda y bajo los lineamientos del FMI, el país no ha logrado, hasta la fecha, reducir el problema de la deuda externa, aun cuando en este periodo, ésta se mantiene relativamente controlada, gracias al incremento del endeudamiento interno (cuadro 3).

Esto se debe, principalmente, a que la esfera productiva del país no ha logrado generar las condiciones de pago. Por otro lado, se han aprendido a buscar nuevas fuentes de financiamiento. Tal como sucedió en la primera mitad de la década de los ochenta, cuando, al tener cerrado el acceso a los mercados internacionales de capitales (que

hacían imposible buscar fuentes de financiamiento externas) se tuvo que recurrir al endeudamiento interno.

Cuadro 3
Deuda pública interna y externa

AÑO	Deuda interna*	Deuda externa**
1980	862.4	33,813
1981	1,398.60	52,961
1982	4,494.20	58,874
1983	4,669.10	62,556
1984	7,481.60	69,378
1985	15,460.60	72,080
1986	37,553.10	75,851
1987	99,355.40	81,407
1988	92,205.70	81,281

*Cifras en Millones de pesos corrientes

**Cifras en Millones de Dólares

Fuente: Sexto informe de gobierno MMH

Éste endeudamiento no se utilizó para fomentar el crecimiento económico sino para cubrir las obligaciones con el exterior. Esta fuente de financiamiento interno logró incrementar el monto de la deuda interna y, por tanto, la deuda total del gobierno. Otro factor que evitó que se disminuyeran los problemas de la deuda fue la política de tipo de cambio devaluatoria.

1.2.2 La política de tipo de cambio en el periodo 1982-1987

La política de tipo de cambio en el periodo 1982-1988 fue de tipo devaluatoria. El objetivo principal de dicha política era generar un superávit de comercio exterior, y así cumplir con el pago del servicio de la deuda externa y con los lineamientos planteados por el FMI. En el Cuadro 4 se puede observar como es que efectivamente la

política de tipo de cambio logró eliminar el déficit en la balanza comercial.

Cuadro 4
Balanza comercial
(Millones de dólares)

Año	Importaciones	Exportaciones	Saldo
1980	18896.6	15511.8	-3384.8
1981	23948.4	20102.1	-3846.3
1982	14437	21229.7	6792.7
1983	8550.9	22312	13761.1
1984	11254.3	24196	12941.7
1985	13212.2	21663.9	8451.7
1986	11432.4	16031	4598.6
1987	12222.9	20656.2	8433.3
1988	18898.2	20565.1	1666.9
1989	23409.7	22764.9	-644.8

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México

Sin embargo, la política de tipo de cambio devaluatoria encarecía los dólares, por lo que se dificultaba cada vez más cubrir el pago del servicio de la deuda externa en término de pesos. Como dicho pago era difícil de cubrir, se requería de un mayor endeudamiento interno por lo que la tasa interna se incrementaba. De este modo, las presiones sobre el déficit fiscal se incrementaban mientras se lograba un superávit comercial gracias a la política devaluatoria.

La política devaluatoria incrementó las exportaciones, generando un ajuste externo. No obstante, el ajuste no estaba basado en un incremento de las exportaciones por un incremento de la productividad nacional, sino por el tipo de cambio devaluado. Además, no hubo una disminución de las importaciones por que hubiese una menor dependencia de la importación de bienes intermedios, sino por que la contracción de la economía genero una reducción de la producción y por tanto una disminución en la demanda de insumos.

1.2.3 La Inflación

El periodo de 1982-1987 se caracteriza por tener tasas de inflación muy elevadas, lo cual tiene diversos factores. Entre éstos está el hecho de se tenían devaluaciones continuas lo cual abarataba al peso con respecto al dólar y por lo tanto las exportaciones (cuadro 5).

Cuadro 5
Inflación

Año	INPC (80=100)	Inflación
1980	100	n.d
1981	128	28
1982	203.4	58.91
1983	410.5	101.82
1984	679.2	65.46
1985	1071.5	57.76
1986	1195.5	11.57
1987	4626	286.95
1988	9907	114.16

Fuente: indicadores económicos Banco de México

Sin embargo, el hecho de que la economía mexicana dependiera mucho de las importaciones, principalmente de bienes intermedios, aunado a una política devaluatoria, generaba un incremento constante de los costos de la producción, lo cual se veía reflejado en un alto nivel de inflación.

Por otro lado, aun cuando se procuró disminuir el gasto público, las finanzas públicas continuaron con déficit. Dicho déficit se debía a la constante revaluación de la deuda externa por la devaluación, además de que la creciente inflación presionaba sobre las tasas de interés internas generando déficit fiscal y haciendo más pesada la

carga de los pagos de la deuda pública interna en este periodo. De modo, que se tenía un círculo vicioso en el cual las altas tasas de inflación ocasionadas por la devaluación generaban mayor devaluación y esta a su vez generaba mayor inflación.

Estas políticas hicieron que la inflación fuese elevada y a su vez presionara sobre la tasa de interés generando mayor déficit fiscal el cual presionaba en los precios, dándose así un círculo vicioso. Así mismo, la inflación no sólo ocasionó un aumento en los costos financieros; sino que además, contraía la demanda. Aunado a todo esto, la contracción del gasto, las altas tasas de interés interna que se tenían y la política de tipo de cambio devaluatoria (ya que debido a la fuerte dependencia de las importaciones, tanto los insumos como los bienes de capital elevaban sus precios en términos de pesos constantemente), generaron un rezago de la inversión (cuadro 6) y por lo tanto el crecimiento económico que en el período 82-87 fue de -0.7%

Cuadro 6
Inversión Bruta Fija 1980=100

Año	Inversión	Tasa de crecimiento de la inversión
1980	100	nd
1981	115.33	15.34
1982	95.38	-17.3
1983	70.16	-26.45
1984	76.38	8.87
1985	82.74	8.32
1986	72.23	-12.71
1987	74.84	3.62
1988	78.99	5.55

Fuente: Indicadores económicos Banco de México

La inflación afectó a toda la economía; pero más gravemente, a los salarios, los cuales tuvieron incrementos inferiores a la inflación. Esto ocasionó que el salario real cayese a lo largo del periodo.

Todo lo anterior hizo que a lo largo del periodo 1982-1987, el país estuviera en una situación de estancamiento de la economía, con altas tasas de inflación y un tipo de cambio que continuamente se devaluaba, para así lograr un superávit en la balanza comercial y cubrir el pago del servicio de la deuda externa.

1.3 Comportamiento del capital externo de 1982 - 1988

A raíz de la crisis de 1982 México vio negada su entrada a los mercados internacionales de capitales. La incapacidad de pago por parte de México causó que nadie quisiera arriesgar préstamos al país, pues no había garantía de que se pudiera recuperar este capital prestado. Entonces, no se tuvo acceso al financiamiento a través de los excedentes de capitales externos. Por esto el gobierno mexicano comenzó a aplicar políticas que generaran confianza en México (recomendadas por el FMI) para, de este modo, conseguir nuevas fuentes de financiamiento.

Es así como se comienzan a aplicar nuevas políticas que generarían confianza en México. Estas políticas son principalmente: reducción del déficit fiscal y de la intervención del estado en la economía mediante disminución del gasto público, la venta de empresas

paraestatales, apertura comercial. La apertura comercial fue, en un primer momento, a través de la entrada de México al Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT por sus siglas en inglés) en 1986, como primera fase de la liberalización comercial y como instrumento para incentivar la inversión extranjera directa. Dichos objetivos los obtendrían a través de la disminución de las tarifas arancelarias y la eliminación de los permisos de importación. Esto facilitó la importación de insumos, con el fin de disminuir las presiones inflacionarias y la exportación de bienes finales para incentivar la producción de las manufacturas, principalmente al mercado estadounidense. Posteriormente, la apertura continúa con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y políticas anti-inflacionarias y de control del tipo de cambio que se implementaron en los pactos, a partir de diciembre de 1987.

La aplicación de este conjunto de políticas logran generar la confianza suficiente para que se diera la reincorporación de México a los mercados financieros internacionales a partir de 1988.

1.3.1 El problema del financiamiento

Como ya se ha visto, a lo largo de la década de los setenta la economía mexicana financió su crecimiento económico a través del endeudamiento externo. A finales de los setenta y principios de los ochenta, se financió con la exportación petrolera. Sin embargo, el hecho de que la economía no estaba generando el crecimiento necesario

para tener la posibilidad de cubrir las obligaciones generadas por la deuda externa que estaba financiando este crecimiento, se evidenció ante la disminución de los precios internacionales del petróleo, y la crisis de 1982.

A raíz de esta crisis, la economía mexicana vio cerradas las puertas a los mercados internacionales de capitales y, por tanto, al financiamiento externo de la economía. Por ello, se recurre al financiamiento a través de la deuda interna. Sin embargo, la deuda no se utiliza para generar el crecimiento, sino que principalmente es utilizada para pagar la deuda externa.

Al mismo tiempo que se recurre a la deuda interna, se comienza a hacer una transformación del modelo económico hacia un modelo neoliberal, con la intención de generar condiciones de confianza, para así, abrir nuevos canales de financiamiento. A fines de la década de los ochenta y principio de los noventa se planteo la reintegración de México en los mercados internacionales de capitales y la atracción de la inversión extranjera de cartera al país. Lo anterior, se logro a través de políticas (recomendadas por el FMI) de apertura comercial, control de la inflación, y de la estabilización del tipo de cambio nominal, disminución del déficit fiscal (y reducción de la participación del estado en la economía) a través de la reducción del gasto publico y la venta de empresas del gobierno.

Todo lo anterior integra la transición hacia un modelo neoliberal. Dicho modelo vería su consolidación en el periodo posterior a 1988 y mostraría sus debilidades en la crisis de 1994; período en el cual la economía sería financiada a través de la inversión extranjera de cartera ya que el modelo privilegia al capital financiero externo generando confianza y alta rentabilidad para atraerlo.

Capítulo 2

Políticas de estabilización económica y financiera en México 1988-1994

2.1 La economía mexicana en el periodo 1988-1994

El período 1988-1994 se caracterizó por la liberalización y desregulación comercial y financiera. Además, fue un período en el cual hubo un nivel bajo de inflación con un tipo de cambio nominal estable, tasas de interés atractivas, disminución del déficit fiscal, y privatizaciones que generarían las condiciones de confianza necesarias para fomentar la entrada de capitales a la esfera financiera. Sin embargo, fue un período en el cual no se dio un crecimiento económico real, ya que la inversión en la esfera productiva no se incrementó (cuadro 7). Aunado a esto, la apertura comercial terminó por dismantelar a la industria nacional.

La política económica a partir de 1988 es una política contraccionista antinflacionaria con estabilidad del tipo de cambio nominal, caracterizada, principalmente, por la liberalización y desregulación de la economía.

Cuadro 7
Inversión Bruta Fija 1993=100

Año	Inversión	Tasa de crecimiento de la inversión
1988	77.35	5.55
1989	82.14	6.19
1990	92.14	12.18
1991	102.11	10.82
1992	103.08	0.94
1993	100.00	-2.98
1994	108.65	8.65
1995	76.75	-29.36
1996	87.63	14.17

Fuente: Indicadores económicos Banco de México

Lo anterior obedece a la tendencia que existe en el mundo a ampliar las zonas comerciales en favor de las empresas transnacionales en lo que se ha dado por llamar globalización. Además de que esta desregulación económica permite la libre movilidad de los capitales, esta movilidad de capitales se refiere principalmente al capital financiero.

2.1.1 La Aplicación de los pactos

En 1987 se comenzaron a aplicar las políticas del pacto con el objetivo principal de controlar la inflación. Esto ayudó importantemente a incentivar la inversión extranjera de cartera, debido a que el pacto plantea un control del tipo de cambio nominal como medio de control de la inflación. Por lo tanto, se tienen: una estabilidad de las tasas de interés reales y un control de la inflación por las expectativas de estabilidad del tipo de cambio

nominal. Lo anterior garantiza la rentabilidad para los capitales financieros invertidos en el mercado de valores y de dinero.

Los principales puntos del pacto son: disminución del gasto publico (bajo la misma lógica de disminución del déficit fiscal, para lograr un control inflacionario), reducción del numero de empresas paraestatales (que, al igual que la disminución del gasto, busca reducir el déficit fiscal, pero a través de un mayor ingreso que permita la disminución de la deuda tanto interna como externa), reducción de aranceles (para incrementar las exportaciones y reducir el costo de las importaciones de bienes intermedios), control nominal del tipo de cambio (para evitar la inflación, utilizando al tipo de cambio como ancla nominal a través de un tipo de cambio con flotación de banda), control salarial (que permitió disminuir los costos de las empresas, aunque generando una mayor pérdida del poder adquisitivo de los trabajadores, lo cual se reflejó en una mayor pobreza).

Estas políticas caracterizan al modelo neoliberal mexicano y estas políticas mantuvieron la estabilidad económica hasta 1994, cuando la crisis económica evidenció las fallas del modelo.

2.2 Políticas económicas aplicadas a partir de 1988

A partir de 1988 se continua con las políticas contraccionistas que se venían dando desde 1982, tales como: La reducción del gasto público, la venta de empresas paraestatales, solo que ahora estas

políticas se hicieron más intensivas, con la reafirmación de las políticas de los pactos.

Las políticas aplicadas a partir de 1988 tenían el objetivo de reducir el déficit publico. En este período también comienza a haber una privatización masiva de las grandes empresas públicas. Dicha privatización masiva se realizó con el fin de disminuir el monto de la deuda pública y así lograr un superávit fiscal. También, como reflejo de dicho superávit, se esperaba que el ingreso que el gobierno obtuviera de la privatización sirviera para reducir el monto de la deuda interna, lográndose el ajuste fiscal pero no así el ajuste externo.

Durante este período no solo se continuó con la política de los pactos, con el fin de controlar la inflación, sino que se vieron acrecentadas estas políticas. Estos pactos afectaron, principalmente a los salarios de los trabajadores, ya que aun cuando la inflación se vio reducida el incremento de los salarios fue menor al incremento de la inflación, de modo que estos se vieron reducidos en términos reales.

Los pactos también provocaron una reducción de la inversión (ver cuadro 6) debido a que se tenía un mercado contraído y con altas tasas de interés (para estimular al capital extranjero a invertir en la esfera financiera). Por esto, resultaba poco atractivo invertir en

la esfera productiva, siendo mas rentable hacer inversiones en la esfera financiera.

Por otro lado, durante este período, el peso se fue sobrevaluando con respecto al dólar; ya que se tenía el tipo de cambio nominal controlado para evitar la inflación y para atraer al capital externo. Esto trajo consigo que al haber dólares baratos hubiese un incremento de las importaciones, lo cual disminuyo la dinámica de acumulación de las empresas por falta de competitividad ante la nueva competencia generada por la apertura comercial. Lo anterior incrementaba el déficit en la balanza comercial. Éste, aunado al pago del servicio de la deuda, daba un déficit en la cuenta corriente creciente.

2.2.1 La apertura comercial

Como ya se mencionó, México dio su primer paso hacia la apertura comercial mediante su ingreso al GATT en 1986 y la reducción de sus tarifas arancelarias en 1987. Posteriormente, en las negociaciones en el GATT, existían diferentes puntos de vista, y al parecer no se podía llegar a un acuerdo. Esto obstaculizó el seguimiento de las negociaciones, aunque no detuvo la apertura comercial mexicana; pues ésta se comenzó a orientar hacia los Estados Unidos y Canadá y a la firma del Tratado de libre comercio de América del norte (TLCAN).

México firmó el tratado de libre comercio con el fin de eliminar las barreras arancelarias en los productos mexicanos competitivos,

impulsar el proceso de modernización, e incrementar el empleo a través de inversión extranjera directa. Sin embargo, México no tenía el nivel de productividad ni de competitividad existente en los Estados Unidos, lo cual puso a la industria nacional en desventaja ante la nueva competencia.

El TLC también fue firmado con la intención de generar condiciones de confianza para atraer capitales, principalmente a la esfera financiera.

El problema del ingreso de México al TLC radica, básicamente, en el hecho de que la apertura fue muy rápida y no paulatina. Por esto, la mayoría de las consecuencias del TLC para México, hasta ahora, han sido negativas. Reflejo de ello es la planta productiva nacional, que no ha podido modernizarse para ser competitiva frente a las importaciones; sobre todo por la falta de recursos y las altas tasas de interés que rigen en el mercado nacional. Además, la producción nacional tiene que enfrentarse a importaciones baratas debido al tipo de cambio que mantuvo a los dólares baratos en el periodo de 1988-1994. Esto puso a la industria nacional frente a una competencia desleal, generando un mayor déficit comercial.

El déficit comercial requería ser financiado a través de la entrada de capitales, por lo que se mantenía una política de atracción de capitales financieros con una tasa de interés atractiva.

El tipo de cambio apreciado, ocasionó una disminución de la inversión por la nueva competencia favorecida y las tasas de interés que aseguraban una mayor rentabilidad en el mercado financiero. Además, el hecho de que el gobierno, mediante sus políticas de pactos, controlara la inflación manteniendo un tipo de cambio nominal estable y disminuyendo los salarios reales, hizo que la mano de obra (en su mayoría mano de obra no calificada) se fuese abaratando. Por este motivo, las empresas transnacionales aprovechan para llevar a cabo en México alguna parte del proceso de producción de sus productos; lo cual, obviamente, incrementa la inversión extranjera directa, las exportaciones, y las importaciones.

2.2.1.1 Las empresas transnacionales beneficiadas por la apertura comercial

Las empresas transnacionales y maquiladoras, no alteran el nivel real de las exportaciones e importaciones. Estas empresas mantienen su propio nivel de importaciones y exportaciones no importando cuales sean las condiciones económicas del país o que el peso esté sobrevaluado con respecto al dólar, pues ellas realizan su comercio exterior al interior de la propia empresa transnacional, por lo que sus exportaciones manufactureras son hacia la matriz de la misma empresa, así tanto las compras de insumos (importaciones) como la venta del producto final (exportaciones) se realizan en su propia moneda (en dólares) y al interior de la propia empresa. Una vez que se lleva a cabo el proceso productivo, con mano de obra barata en

nuestro país, se vende en dólares en el país de origen a la misma empresa, por lo que el tipo de cambio no afecta a las importaciones y exportaciones de estas empresas.

El único beneficio que tiene el país con las empresas maquiladoras, es que, generan un mayor nivel de empleo en la industria manufacturera. Sin embargo este empleo, generalmente es mal pagado y muy explotado.

En el caso de empresas que no pertenecen a una transnacional, el tipo de cambio sobrevaluado si afecta al nivel de importaciones y exportaciones, ya que el costo de los insumos importados es menor que el de los nacionales. Las exportaciones se ven reducidas por su alto costo (ocasionado por la sobrevaluación del peso) para los extranjeros.

2.2.2 La apertura financiera

Durante el sexenio de Carlos Salinas de Gortari se inició una total desregulación de la inversión extranjera de cartera, con el fin de atraer a toda costa capital exterior a México. Se permitió la libre entrada y salida de capital y se generaron las condiciones para atraer a los capitales especulativos, "en los noventas, la creación de valores relacionados con acciones (como los ADR's) y los cambios en las regulaciones de los países receptores de los flujos de

portafolio, han hecho mas sencillo para los extranjeros la adquisici3n de valores de empresas en los pa3ses en desarrollo."⁴.

Los capitales financieros externos, buscan la mayor utilidad en los diferentes mercados internacionales. Estas condiciones eran precisamente la inflaci3n controlada y el tipo de cambio nominal estable, el cual generaba un d3ficit en la balanza comercial. Dicho d3ficit representaba un riesgo latente para el capital externo, por lo que las tasas de inter3s eran elevadas para hacerlas atractivas para los inversionistas extranjeros (cuadro 8).

Cuadro 8

Tasa de interes de cetes a 28 d3as
(datos a diciembre de cada a3o)

A3o	Tasa de interes
1988	52.3
1989	40.55
1990	25.99
1991	16.65
1992	16.88
1993	11.78
1994	20.07
1995	48.65
1996	27.23

Fuente: Indicadores Econ3micos. Banco de M3xico

Mediante las pol3ticas de liberalizaci3n financiera se buscaba una mejor distribuci3n de los recursos para los sectores m3s din3micos. Sin embargo, esto nunca se dio; pues los recursos financieros no estaban al alcance de la esfera productiva, debido, principalmente, a las altas tasas de inter3s que se ten3an para garantizar la atracci3n

⁴ Gooptu Sudarshan. "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets" Working papers 1117. International Economics Department, The World Bank. Marzo 1993. P.18

de capitales externos, que en conjunto con las políticas contractivas (disminución del gasto público, apreciación cambiaria) hacían a la esfera financiera mas rentable que la esfera productiva por lo que los capitales nacionales también fueron atraídos a los mercados financieros.

Por otro lado, el dinero se quedaba en la esfera especulativa buscando una mayor ganancia al hacer transacciones de compra y venta en el mercado. Supuestamente, al permitir la libre movilidad del capital, se permitiría que las tasas de interés se igualaran entre los países. Lo anterior no sucedió debido al factor de riesgo que implicaba el invertir en México (inflación y tipo de cambio sobrevaluado). Por esto, las tasas del país tenían que ser más elevadas y, sobre todo, si se quería atraer a la inversión extranjera. Se tiene, entonces, que "La desregulación y liberalización financiera trajeron consigo un comportamiento especulativo del capital financiero, por lo que en lugar de contribuir a la modernidad y eficiencia que se esperaba, provocó una gran inestabilidad financiera, la cual ha afectado al conjunto de la economía."⁵

A partir de esta apertura financiera la economía mexicana se financia por la entrada de capitales externos a la esfera financiera. Esto hace que la economía sea más vulnerable, ya que esta inversión

⁵ Huerta Arturo "Inestabilidad financiera y carteras vencidas" México 1997

extranjera no está impulsando un crecimiento de la planta productiva; sólo está financiando las políticas de estabilidad que permiten atraer a los capitales financieros como el tipo de cambio nominal estable, el déficit comercial, y los pagos del servicio de la deuda.

Lo importante de la apertura financiera es la desregulación, la cual permite que el capital externo especulativo pueda entrar y salir del país sin ninguna restricción. Esto puede causar graves desequilibrios económicos, ya que si la tasa de interés real disminuye o se pierde la confianza, se tiene una fuga de capitales capaz de generar una crisis tal como sucedió en diciembre de 1994. Lo más grave es que la tasa de interés real depende, en mucho, de variables exógenas y la confianza está basada en factores subjetivos y no reales. Esto beneficia únicamente al capital externo especulativo a costa de la economía mexicana.

2.2.3 La política de tipo de cambio a finales de los 80's y principios de los 90's

Con el fin de generar confianza para atraer capitales externos, la política de tipo de cambio a partir de 1988 cambia radicalmente de un tipo de cambio devaluatorio a un tipo de cambio nominal estable. La estabilidad del tipo de cambio nominal se dio a través de ajustes controlados de la flotación del tipo de cambio; Ajustes que, poco a poco, fueron insuficientes para mantener un tipo de cambio real, y que fueron sobrevaluando al peso respecto al dólar (ya que la

inflación de los Estados Unidos es menor a la de México y la diferencia de estas es superior a la variación del tipo de cambio nominal que se tenía en la época) (cuadro 9).

Cuadro 9
Tipo de cambio real promedio entre el peso y el dólar 1988-1997
 (Base mayo 1988=100)

Año	Inflación México*	Inflación E.U.A.**	Tipo De Cambio Nominal***	Tipo De Cambio Real	Porcentaje de Sub. o Sobrevaluación
1988	100.54	100.65	2.2653	2.2707	0.24
1989	120.66	105.5	2.4552	2.5996	5.88
1990	152.82	111.2	2.8186	3.1238	10.83
1991	187.46	115.91	3.0239	3.6761	21.57
1992	216.53	119.42	3.0924	4.1214	33.27
1993	237.64	122.94	3.1126	4.3935	41.15
1994	254.19	126.15	3.3044	4.5802	38.61
1995	343.14	129.69	6.5081	6.0142	-7.59
1996	461.13	133.49	7.5875	7.852	3.49
1997	556.27	136.61	7.9143	9.2555	16.95

* IPC Promedio México Base 1994=100

**IPC PromedioEUA Base 1982=100

***Tipo de cambio interbancario promedio

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México.

Ver anexo

Esto, al pasar de los años, hizo que el dólar se fuera abaratando; por lo que las importaciones también se abarataron y se generó una competencia desleal por parte de las importaciones para la industria nacional. Esto origino un déficit comercial el cual no generó inestabilidad cambiaria por la creciente entrada de capitales. Dichos capitales generaban una mayor demanda de la moneda nacional (manteniendo el precio de la moneda estable), ocasionada por las tasas de interés nacionales las cuales eran mayores que las de los mercados financieros consolidados.

El tipo de cambio se mantuvo a costa de las reservas del Banco de México, las cuales en la medida en que la inversión extranjera no

pudo cumplir con crecientes exigencias que requería el déficit comercial se fueron reduciendo.

La estabilidad del tipo de cambio nominal propiciaba el incremento de las importaciones incrementando a su vez el déficit en la balanza comercial. Éste se financiaba principalmente con el ingreso de inversión extranjera de cartera, por lo cual había que mantener una inflación controlada -tasas de interés reales- atractivas para el capital extranjero; lo cual actuaba en detrimento de la planta productiva, y por lo tanto incrementaba aun más las importaciones y la necesidad de mayor inversión extranjera. Entonces, se formó un círculo vicioso que finalmente se rompió con la crisis de 1994

2.2.3.1 La tasa de interés y el tipo de cambio

A partir de 1988, aunado al tipo de cambio nominal estable, se comenzó a privilegiar a la inversión extranjera de cartera en el país. Se procuraba atraer a los capitales externos principalmente a través la privatización de empresas paraestatales vía bolsa de valores y de altas tasas atractivas que les garantizaban ganancias superiores a las que podrían obtener en los mercados financieros internacionales consolidados (mercados financieros de los países desarrollados). En dichos mercados se tienen muy bajas tasas de interés ocasionadas por el exceso de capital que mantiene una demanda elevada de los instrumentos financieros.

Entonces, las tasas reales de interés tienden a ser superiores en los países emergentes con respecto a las tasas en los mercados consolidados, con el fin de atraer a los capitales. Estas "tasas de interés se han elevado a niveles sin precedente, superando los ritmos de crecimiento de la economía mundial y de los países"⁶. Esto es: que las tasas de interés externas deben de ser inferiores a las tasas de interés nacionales menos la tasa de inflación (cuadro 10).

Cuadro 10
Diferencia entre las tasas de interés reales de México
y las tasas de interés reales de EUA 1992-1996*

Año	Tasa mensual Nacional	Inflación Nacional	Tasa real Nacional	Tasa mensual EUA	Inflación EUA	Tasa real EUA	Ventaja real de la tasa nal. frente a la tasa De EUA
1992	1.1	0.9	0.4	0.52	0.24	0.28	0.12
1993	1.25	0.64	0.61	0.5	0.23	0.27	0.33
1994	1.17	0.57	0.61	0.59	0.22	0.37	0.24
1995	4.04	3.47	0.57	0.74	0.21	0.53	0.04
1996	2.68	1.76	0.93	0.69	0.27	0.42	0.51

*Promedio anual (Ver Anexo)

Fuente: indicadores económicos Banco de México, Federal Reserve Bulletin Federal Reserve Board.

Para lograr que las tasas sean atractivas para los inversionistas externos, es indispensable que la tasa de inflación este controlada evitando que el rendimiento real se vea afectado por incrementos bruscos de la inflación. Lo anterior se logró a través del control del tipo de cambio nominal, utilizando éste como un ancla que mantenía un nivel de inflación baja.

Debido al alto grado de importaciones de bienes intermedios de las cuales depende la industria nacional, un incremento en el tipo de cambio se ve reflejado en un incremento de los precios. Por lo que,

⁶ Ibarra Muñoz David "Globalización, Moneda y Finanzas" en El Mercado de Valores. Mayo 1998 Nacional Financiera. Pag. 8

si el tipo de cambio se incrementa, se incrementan los precios y por lo tanto también la tasa de interés; pues ésta debe de cubrir el riesgo cambiario que existe, ya que "desde la perspectiva de un inversionista externo, el flujo de efectivo de los activos denominado en divisa, expone al inversionista a la incertidumbre del nivel actual del flujo de efectivo medido en dólares. La cantidad actual en dólares que el inversionista obtenga en algún momento, dependerá del tipo de cambio entre el dólar y la divisa al momento en que el flujo de efectivo de la divisa es recibido y cambiado en dólares. Si la divisa se deprecia (baja en valor) en relación con los dólares (el dólar de Estados Unidos aumenta su valor), el valor del dólar del flujo de efectivo será proporcionalmente menor".⁷

Esta estabilidad del tipo de cambio nominal es posible gracias a la entrada de capitales externos, los cuales mantienen elevada la demanda de la moneda. Al mismo tiempo, la entrada de capitales externos depende de la tasa de interés; la cual depende del tipo de cambio y la inflación, por lo que resulta necesario mantener constante la entrada de capitales.

⁷. Fabozzi Frank, Modigliani Franco. Mercados e Instituciones Financieras Pag 654. Prentice hall hispanoamericana S.A. 1996.

Capítulo 3

La inversión extranjera de cartera y la crisis financiera de 1994

3.1 Inversión extranjera de cartera en México

Una vez que México hizo su apertura financiera y generó las condiciones de "confianza" (tales como liberalización comercial, disminución del déficit fiscal, tipo de cambio nominal estable, inflación controlada y privatizaciones), la inversión extranjera de cartera comenzó a entrar al país cada vez más, gracias al optimismo que se había creado en torno a México. Se creó, entonces, el riesgo de una situación de euforia especulativa, la cual podría desencadenar una crisis financiera como lo señala Kindelberger "la especulación lleva a la euforia o lo que Adam Smith llamo *overtrading distress* (agotamiento), periodo en el que el optimismo exuberante del momento eufórico va disminuyendo gradual o rápidamente y se ve amenazado por un pesimismo excesivo que lleva a que los inversionistas se esfuercen en tener liquidez; y a veces a un pánico o crisis."⁸

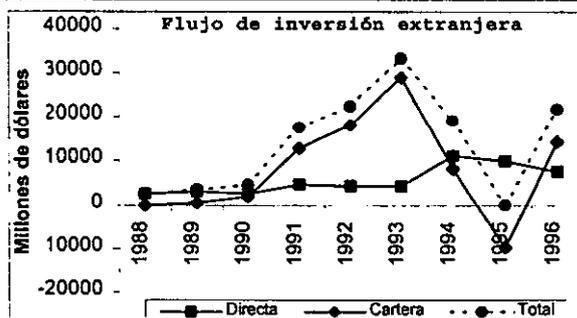
Como hemos visto la inversión extranjera de cartera ha tenido un gran impulso a partir de 1988 (cuadro 11). Aun a pesar de que ésta inversión fue la causante de la crisis de 1994, no obstante, se le

⁸ Kindelberger Charles P. "Problemas históricos e interpretaciones económicas, estudios de historia financiera" Grijalbo Barcelona 1985, Pag. 152

continua privilegiando, aun cuando ésta no sólo no ayuda al crecimiento de la esfera productiva, sino que actúa en su contra. Como se ha visto, para que la inversión extranjera de cartera venga a nuestro país, se requiere de altos niveles de rentabilidad.

Cuadro 11
Flujos de Inversión Extranjera
(Millones de dolares)

Año	Directa	De Cartera	Total
1988	2596.6	0	2596.6
1989	3175.5	493.3	3668.8
1990	2633.2	1994.5	4627.7
1991	4761.5	12742.5	17504
1992	4392.8	18010.8	22403.6
1993	4388.8	28919.3	33308.1
1994	10972.5	8182.2	19154.7
1995	9772.6	-9714.7	57.9
1996	7534.7	14153.8	21688.5



Fuente: Indicadores económicos Banco de México

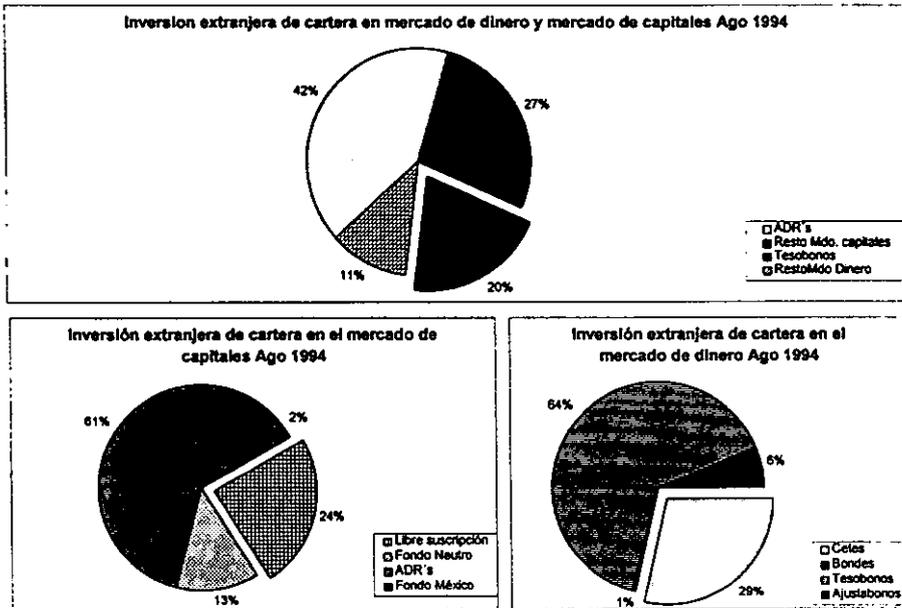
Estos altos rendimientos presionan sobre las tasas de interés que son cobradas por el financiamiento de las empresas; de modo que éstas requieren generar aún más utilidades para poder cubrir el pago de los intereses. Sin embargo, esto no es posible en un entorno económico en el cual se está compitiendo con importaciones baratas por la apertura comercial, sobrevaluación del peso para atraer a los capitales financieros y en donde, además, existe una contracción de la demanda (ocasionada por las políticas contraccionistas aplicadas por el

gobierno para evitar la inflación y para generar confianza a los capitales externos). Por lo tanto, resulta difícil para las empresas generar el excedente de utilidades que requieren para pagar los intereses del financiamiento; de modo que las empresas tienden a descapitalizarse.

Gracias al optimismo y la especulación por parte de los inversionistas internacionales, para agosto de 1994 la inversión extranjera de cartera ya era de 81,941.45 miles de millones de dólares (acumulado 88-94) de los cuales 16,547.52 miles de millones de dólares estaban colocados en valores indizados en moneda extranjera. Esto es, más del 20% de la inversión extranjera de cartera estaba en este tipo de valores (gráfica 5); debido, principalmente, al riesgo cambiario que existía (ese año el déficit comercial fue de 61,856.3 millones de dólares).

El déficit creciente en la balanza comercial indicaba que el peso estaba sobrevaluado con respecto al dólar; lo que a su vez representaba un riesgo para los inversionistas. Es por eso que en 1993 y 1994 el gobierno se vió en la necesidad de ofrecer en el mercado instrumentos indizados (Tesobonos) para evitar que la inversión se retirara.

Gráfica 5



Puente: Indicadores Bursátiles. BMV

3.2 El sistema financiero mexicano

El sistema financiero mexicano es de vital importancia para la economía nacional. Sin embargo en 1994, éste no respondió ante las necesidades de la economía, ya que el sistema financiero se encontraba desvinculado de la esfera productiva. Dicha separación se debía a que las tasas de interés resultan demasiado atractivas (con el fin de atraer capitales externos) para los empresarios (cuadro 12); por lo que éstos prefieren invertir en la esfera financiera, en donde obtienen mayores ganancias.

Cuadro 12

Tasas de interes a 28 dias

Fecha	Cetes	Fecha	Cetes	Fecha	Cetes
Ene-94	10.52	Ene-95	37.73	Ene-96	40.91
Feb-94	9.45	Feb-95	41.23	Feb-96	38.54
Mar-94	9.73	Mar-95	70.55	Mar-96	41.52
Abr-94	15.79	Abr-95	74.84	Abr-96	35.1
May-94	16.36	May-95	58.41	May-96	28.45
Jun-94	16.18	Jun-95	47.25	Jun-96	27.81
Jul-94	17.07	Jul-95	40.96	Jul-96	31.25
Ago-94	14.46	Ago-95	35.13	Ago-96	26.51
Sep-94	13.76	Sep-95	33.48	Sep-96	23.9
Oct-94	13.6	Oct-95	40.32	Oct-96	25.75
Nov-94	13.74	Nov-95	54.19	Nov-96	29.57
Dic-94	18.51	Dic-95	48.06	Dic-96	27.23

Fuente: Indicadores Económicos. Banco de México

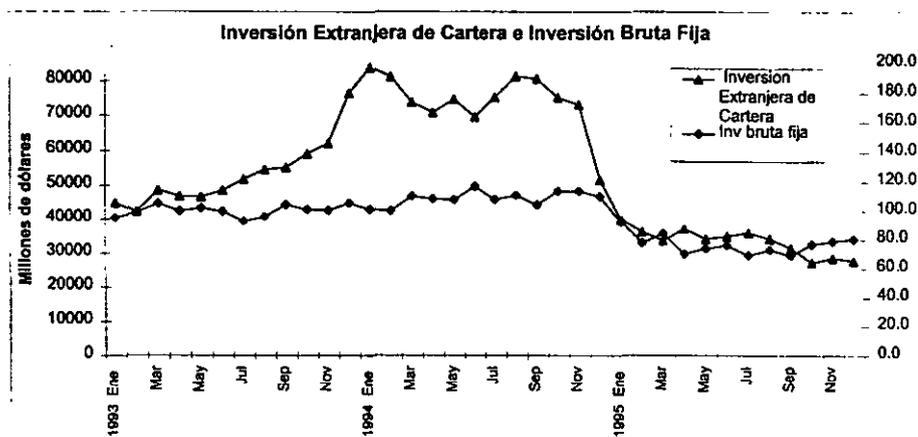
Las inversiones financieras se quedan en la esfera especulativa y nunca llegan a la esfera productiva ya que esta ultima no presentaba condiciones de rentabilidad por las políticas económicas de control de tipo de cambio nominal, apertura comercial y la disciplina fiscal. Aunado a esto, los empresarios que si recurrieron al financiamiento lo usaban para hacer inversiones en la esfera financiera.

Antes de que se manifestara la crisis, por un lado existían expectativas de rentabilidad, de crecimiento, y de estabilidad monetaria-cambiaria (a causa del TLC); por otro lado, las privatizaciones, liberalización y desregulación financiera. Debido a dichas expectativas y a las políticas que garantizaban la rentabilidad del capital financiero, hubo una fuerte entrada de capitales, sobre todo hacia la esfera financiera.

Se ha hablado mucho sobre la necesidad de México para atraer capitales extranjeros y de lo "benéfico" que estos resultan para el

país (bajo el supuesto de que la mayor entrada de capitales se ve reflejada en una mayor inversión). Sin embargo, esto es solo cierto para la inversión extranjera directa, y no así para la inversión extranjera de cartera. La cual, está enfocada a la especulación y no se refleja en una mayor inversión (Gráfica 6).

Gráfica 6



Fuente: Indicadores Económicos. Banco de México

En México, la mayor parte de los capitales que ingresan son inversión extranjera de cartera y no inversión extranjera directa (cuadro 11). Como lo menciona Gurria: "Una de las tendencias recientes mas importantes dentro de las modalidades de captación de recursos externos por parte de los países en desarrollo es la marcada preferencia por fomentar la entrada de capitales que compartan el riesgo de los proyectos que financian."⁹ Sin embargo, esto último no

⁹ Gurria Treviño José Angel. Corrientes de capital: el caso de México. Pag 268. En Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina, Puentes efectos y políticas. El trimestre económico. Ricardo Ffrench- Davis y Stephany Griffith-Jones (compiladores) 1995 Fondo de cultura económica.

es cierto, pues estos capitales no comparten el riesgo con los proyectos: ya que gracias a la desregulación financiera, se permite la salida de los capitales externos, los cuales al percibir el menor riesgo se retiran hacia mercados más seguros, como sucedió en 1994.

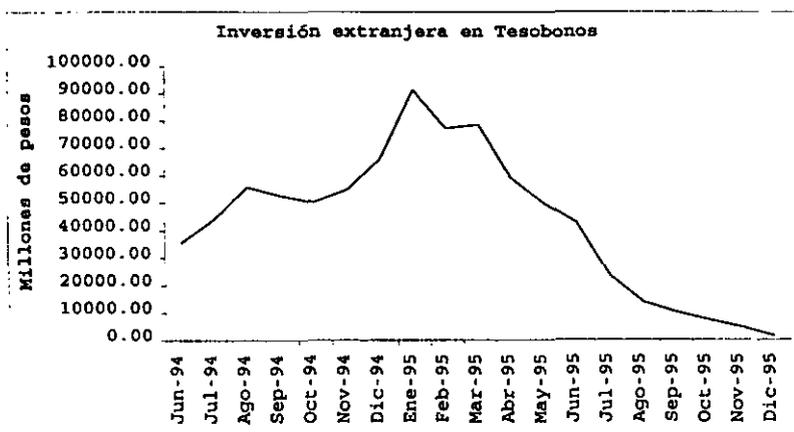
La crisis fue causada por las políticas aplicadas con el objetivo de atraer a los capitales externos. Estas políticas, en conjunto, actuaron en contra de las empresas mexicanas, las cuales se tenían que enfrentar a un mercado contraído, a una competencia desleal frente a las importaciones y a un alto costo del financiamiento. Sin embargo, esta crisis se manifestó en la esfera financiera porque en un primer momento se tuvieron grandes oleadas de capitales externos. Éstos comenzaron a perder confianza en el tipo de cambio debido al creciente déficit en la cuenta corriente; el cual mostraba que el tipo de cambio ya no era real.

El riesgo cambiario, que volvía poco atractivas las tasas reales de interés, provocó que el capital comenzara a retirarse en 1994. Esto se traducía en la amenaza de una crisis financiera, pues las crisis "se producen cuando un conjunto considerable de inversionistas intenta, todos al mismo tiempo, desprenderse de los objetos de especulación o inversión para pasar a activos más líquidos."¹⁰ En este caso, esta preferencia de los inversionistas por liquidez es igual a salidas de capitales que requerían de dólares. Sin embargo, esta salida de capitales haría insostenible el mantenimiento del boom

¹⁰ Kindelberger Charles P. *op. Cit.* Pag. 164

bursátil y de la estabilidad del tipo de cambio. Entonces, se requería mantener el nivel de inversión para continuar financiando las políticas que atrajesen a estos capitales. Es por eso que el gobierno tuvo que indizar su deuda (Gráfica 7) "buscando mantener el nivel de flujo de capitales desde febrero de 1994, apelando a cambiar las tenencias de inversionistas extranjeros de valores gubernamentales en pesos por instrumentos de cobertura (Tesobonos)"¹¹. Esto fue la causa desencadenante de la crisis de diciembre de 1994 donde el riesgo cambiario creciente ocasiono que hubiese una menor entrada de capitales en 1994. Al haber una menor entrada de capitales el Banco de México tuvo que mantener el tipo de cambio a costa de las reservas, las cuales para diciembre de ese año eran de 6,148.1 millones de dólares, por lo que no pudo sostener más la estabilidad nominal del tipo de cambio por el fuerte déficit comercial.

Gráfica 7



Fuente: Anuario Bursatil. BMV

¹¹ Correa Eugenia "Crisis y desregulación financiera "siglo XXI 1998 Pag. 130

El déficit comercial, ocasionado por la sobrevaluación del peso, ya no alcanzaba a ser cubierto con el superávit de la cuenta de capital; ya que el capital financiero dejó de entrar al ritmo que venia haciéndolo ya que este percibió riesgo debido al déficit en la balanza comercial y por tanto el tipo de cambio sobrevaluado. Entonces, las reservas internacionales se vieron reducidas por la salida de capital, siendo más difícil mantener la estabilidad del tipo de cambio por la fuerte demanda de dólares (ocasionada por el riesgo cambiario).

3.2.1 Funcionamiento del mercado financiero

El mercado financiero es de vital importancia ya que es en este mercado donde se canaliza la inversión extranjera de cartera. Debido a su importancia, vale la pena describir un poco el funcionamiento del mismo: En el mercado financiero es donde se canalizan los recursos financieros de quienes tienen excedentes, hacia quienes requieren de ellos. Entonces, los inversionistas acuden a comprar activos financieros (que ofrece el gobierno o las empresas mismas que requieren de recursos financieros). Dichos activos les generan ganancias a través de los intermediarios financieros, los cuales no asumen ningún tipo de riesgo, funcionando sólo como intermediarios entre oferentes y demandantes (y cuya ganancia reside en cobrar una cuota por operación realizada).

El mercado financiero se divide en: mercado de capitales, mercado de dinero y mercado de derivados. A su vez, los mercados se dividen en mercados primarios y mercados secundarios. En el mercado primario se hace la oferta pública por parte del gobierno o las empresas, a través de un intermediario financiero. En este mercado no intervienen los inversionistas. En el mercado secundario los activos financieros se compran por los inversionistas y éstos, a su vez, los pueden comprar y vender cuantas veces quieran.

3.2.1.1 Mercado de capitales

En el mercado de capitales se ofrecen principalmente acciones de las empresas, así como diversos tipos de obligaciones. Las acciones representan una parte del capital social de una empresa; por lo tanto, si un inversionista compra acciones de una empresa con la intención conservarlas, esta inversión se convierte automáticamente en inversión real. No así, en cambio, si se compran acciones con expectativas de que el precio de éstas se eleve para entonces venderlas. Entonces, se convierte en inversión especulativa.

Cabe señalar que la mayoría de las acciones se compran y se venden para generar ganancias especulativas y muy pocas son las que se compran con la intención de participar en la empresa como accionista, esta especulación con el precio de compra y el precio de venta de las acciones hace que el mercado de capitales sea riesgoso y los rendimientos variables.

3.2.1.2 Mercado de dinero

En el mercado de dinero es en donde se ofrecen instrumentos de deuda principalmente por parte del gobierno tales como: CETES, BONDES, UDIBONOS, TESOBONOS, etc. Estos instrumentos pagan un interés en determinado período y pueden comprarse y venderse en todo momento.

El mercado de dinero se negocian principalmente bonos los cuales tienen un menor nivel de riesgo que el mercado de capitales, ya que "Por su vencimiento de corto plazo, los instrumentos de deuda con los cuales se comercia en el mercado de dinero sufren las menores fluctuaciones de precios y también son las inversiones de menor riesgo."¹² Estos instrumentos siempre pagan el monto de la deuda y el interés; a menos que sean emitidos por alguna empresa que en algún momento se vea imposibilitada para pagar. Se considera que los instrumentos emitidos por el gobierno son prácticamente de riesgo cero ya que están respaldados por el gobierno.

Debido al bajo nivel de riesgo que existe en el mercado de dinero, es aquí en donde los inversionistas extranjeros prefieren invertir su capital (cuando hay expectativas de estabilidad nominal del tipo de cambio); siendo que a la menor señal de peligro pueden vender los

¹² Mishkin Frederic S. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets" Edit. Harper Collins College Publishers, Nueva York, 1995. P.26

instrumentos que tengan en su poder y retirarse a otro mercado más seguro.

3.2.1.3 Mercado de derivados

En el mercado de derivados es en donde cotiza un conjunto de instrumentos financieros cuya principal característica es que están vinculados a un valor de referencia. Lo anterior es con el fin de reducir el riesgo y para las fluctuaciones de precios en los mercados financieros y prepararse para eventualidades futuras. Algunos de los instrumentos que cotizan son: Futuros, opciones, warrants, coberturas y swaps.

3.2.2 Desvinculación entre la esfera financiera y la esfera productiva

El objetivo del mercado financiero es la eficiente canalización de los recursos financieros. Sin embargo, esto no se da, pues los recursos no llegan a la esfera productiva.

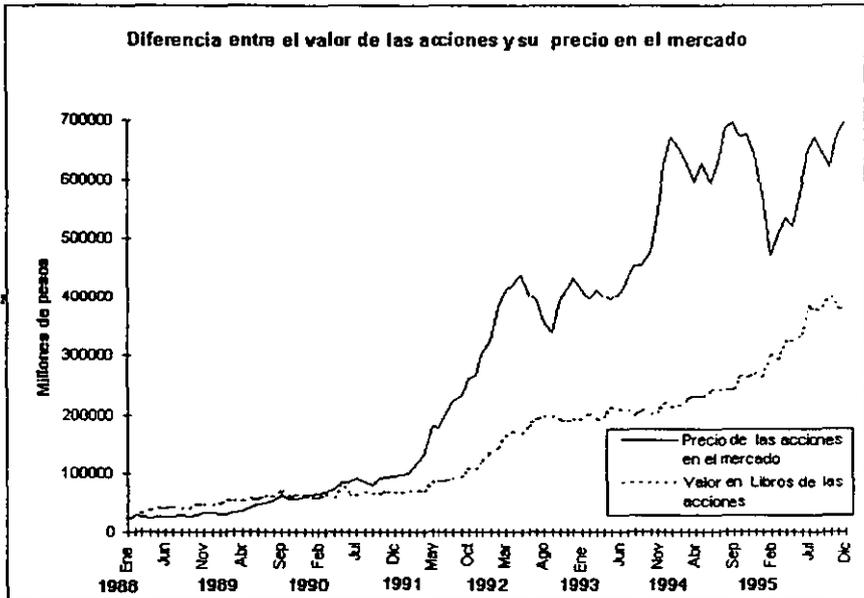
Por ejemplo, en el mercado de dinero, la mayor parte de las inversiones que se hacen en títulos del gobierno no terminan en la esfera productiva porque el gobierno, en el afán de disminuir su déficit fiscal, ha reducido sus inversiones, pero también ha reducido los préstamos a través de la banca de desarrollo. Sin embargo, por ese dinero que recibe en préstamo el gobierno, tiene que pagar un

interés; pero el gobierno no genera ganancias ni a través de empresas paraestatales ni a través de impuestos para poder pagar dicho interés.

En el mercado de capitales no todo el capital que entra va a dar a las empresas. Por ejemplo, si el precio de una acción "X" es de 10 y un inversionista la compra a este precio, estos 10 van a dar a la empresa; si la persona que tiene la acción decide venderla y logra obtener un precio de 15 solo 10 van a dar a la empresa y los 5 restantes son la ganancia del inversionista financiero (el cual mantendrá estos 5 en la esfera especulativa). De este modo, la cantidad en que el precio de las acciones esté por encima de su valor en libros será la cantidad de capital que se quede en la esfera especulativa y que no llegue eficientemente, como propone el sistema, a la esfera productiva.

Esto influye en el hecho de que las acciones inflen su precio por arriba de su valor, porque están muy demandadas; haciendo que el índice de la bolsa también se infle. Sin embargo, ni los precios de las acciones ni el índice reflejan realmente el valor de las empresas (gráfica 8) y, por lo tanto, tampoco la situación de la economía real; de modo que los precios de las acciones tienden tarde o temprano a desplomarse y es entonces cuando el índice cae.

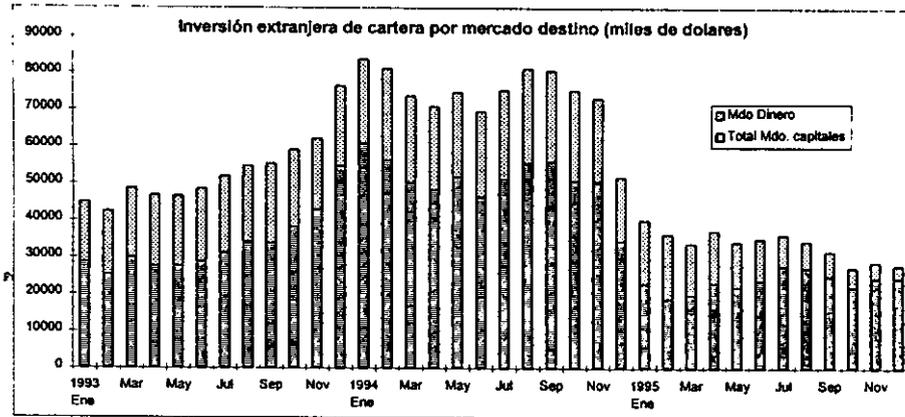
Gráfica 8



Fuente: Indicadores económicos, Banco de México
Anuario bursátil, Bolsa Mexicana de Valores

En el momento en el que el índice cae hay pérdidas, ya que los inversionistas compraron documentos a un precio superior al que lo están vendiendo. Entonces, al haber pérdidas, los capitales financieros se retiran hacia el mercado de dinero en donde aún cuando los rendimientos tienden a ser menores, se tiene una mayor "seguridad". Esta seguridad se ve afectada con otros factores de riesgo de tipo macroeconómicos tales como: el tipo de cambio y el saldo de la balanza comercial, la inflación, y el crecimiento de la economía real. Tal fue el caso de diciembre de 1994, cuando el tipo de cambio nominal estaba sobrevaluado y el saldo de la balanza comercial tenía un fuerte déficit; por lo que al darse la devaluación la inversión extranjera de cartera se retiró (gráfica 9).

Gráfica 9



Fuente: Indicadores Bursátiles, BMV

Lo anterior sucedió por la alteración en la política cambiaria de deslizamiento a libre flotación, esto afecto directamente en las tasas de interés; por lo que el capital, ante la incertidumbre sobre la rentabilidad de las inversiones, se retira.

3.2.3 Las tasas de interés

Uno de los factores más importantes que influye en las inversiones en el sistema financiero es la tasa de interés. El gobierno mantiene alta dicha tasa a través de instrumentos como los CETES, estando las tasas por encima de las tasas de inflación (cuadro 13). "La compra de bonos del banco central crea un exceso de reservas y pone presión descendente a la tasa de interés. Pero la caída de la tasa de interés es impedida por la salida de capitales, y esto empeora la balanza de pagos. Para impedir que el tipo de cambio caiga, el banco central interviene al mercado, vendiendo moneda extranjera y comprando moneda

domestica¹³, esto ocasiona la sobrevaluación de la moneda nacional, por lo que el tipo de cambio tuvo que ajustarse devaluándose la moneda.

Cuadro 13
Tasas de interés mensuales reales 1992-1996*
(promedio anual)

Año	Tasa anual**	Tasa mensual***	Inflación****	Tasa mensual real
1992	15.62	1.3	0.9	0.4
1993	14.99	1.25	0.64	0.61
1994	14.1	1.17	0.57	0.61
1995	48.48	4.04	3.47	0.57
1996	32.21	2.68	1.76	0.93

*Elaborado con datos de indicadores económicos del Banco de México (ver anexo)

** Tasa anual de CETES a 28 días

**La tasa mensual se obtiene de multiplicar la tasa anual por 1/12

***IPC 1994=100

Las tasas de interés se mantienen en un alto nivel de rentabilidad para así lograr atraer a los capitales externos, aunque también atrae a los capitales nacionales que dejan de invertir en la esfera productiva para obtener mayores ganancias en la esfera financiera.

El hecho de que las tasas tengan que ser mayores que la inflación implica que se tengan controlados los incrementos en los precios (lo cual se logra a través de las políticas de los pactos). De otro modo se tendrían que hacer ajustes drásticos continuamente a las tasas. Esto también sucedió en 1995, en donde por causa de la devaluación y por la alta dependencia de los insumos importados que hay en el país, la inflación se elevó. Consecuentemente, se elevó la tasa de interés para evitar que los capitales se retiraran, ya que "conforme caen las

¹³ Mundell Robert. "International Economics". Edit. Macmillan, Nueva York, 1967. P.254

tasas de interés reales (netas de inflación) y se detectan aumentos en riesgos percibidos, el capital privado tiende a salir del país..."¹⁴.

Para anclar a la inflación se continuó con la estabilidad del tipo de cambio nominal, manteniendo así los precios relativamente estables. Sin embargo, como ya se vio en la crisis de 1994, esto tiende a sobrevalorar al peso, generando déficit en cuenta corriente y, por tanto, exigiendo un mayor superávit en la cuenta de capital por lo que es necesario atraer a la inversión extranjera. Tarde o temprano la sobrevaluación del peso volverá a ser insostenible y se tendrá que devaluar con la consecuencia de la retirada de los capitales externos.

3.3 La crisis de 1994

La crisis de 1994, se manifestó a raíz de la devaluación de diciembre, esta afectó fuertemente a la esfera financiera por la salida precipitada del capital externo. Lo que ocasionó una caída en los precios de los instrumentos financieros y, por tanto, del índice de precios y cotizaciones, los cuales ya estaban muy inflados. Esto solo debería afectar directamente a las empresas que cotizan en la bolsa de valores, sin embargo, esta salida de capitales se dio por la devaluación del peso. Dicha devaluación afectó el precio de las

¹⁴ Mansell C. Catherine. "Las Nuevas Finanzas en México" Edit. Milenio México 1992. P. 105

importaciones y de muchos de los insumos que requiere la planta productiva nacional.

El resultado obtenido fue una inflación que afectó las tasas reales de interés, ocasionando una mayor fuga de capitales. El gobierno tuvo que elevar las tasas de interés para mantener las altas tasas de rentabilidad del capital financiero externo. Al mismo tiempo se elevaron las tasas de interés activas de los bancos, incrementando así la carga del pago de los empresarios, los cuales se descapitalizarón aun más.

Antes de la crisis, aun cuando existían altas tasas de interés, hubo quienes contrataron créditos, debido a expectativas (infundadas) de crecimiento. Es por esto que los empresarios se endeudaban; Pero este dinero no llegaba tampoco a la esfera productiva, ya que resultaba más rentable para los empresarios invertir estos recursos en la esfera financiera.

El problema de la crisis financiera fue un exceso de endeudamiento el cual, dado que no se estaban generando condiciones de crecimiento en las empresas, generó una crisis de pago por parte de los empresarios. Al ocurrir la devaluación, ésta incapacidad de pago se manifestó. Se procuró entonces, que los capitales financieros no se retiraran del país, por lo que hubo una reducción del gasto público, disminución de la demanda y un aumento de las tasas de interés. Lo cual agravó la

situación de incapacidad de pago por parte de los deudores, agravándose así la crisis económica.

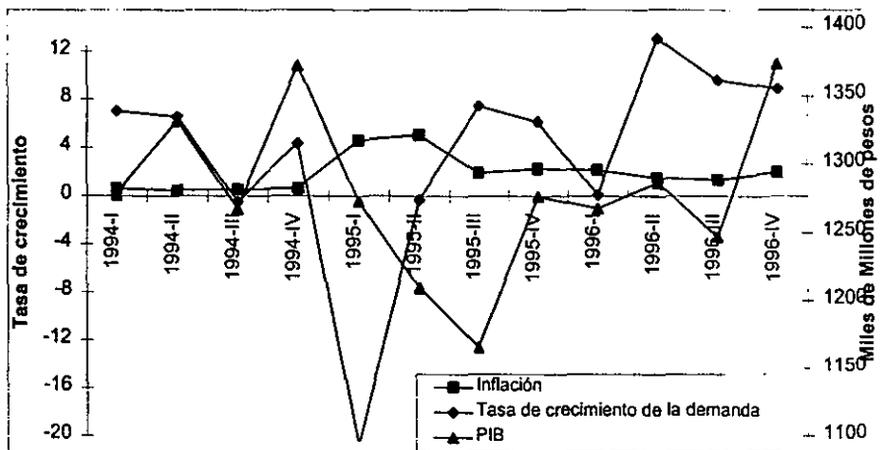
Una vez que se manifestó la crisis financiera, caracterizada por la fuga de capitales del país, quedó al descubierto su situación económica. Las tasas de interés que se requerían para atraer a la inversión extranjera evitaban que los recursos tuvieran como destino la planta productiva del país.

La planta productiva, no solo dejó de contar con el financiamiento necesario para su crecimiento, sino que también se enfrentaba a una competencia desleal ante las importaciones baratas por el tipo de cambio nominal estable. Las importaciones, además, no tienen restricciones para entrar al país debido a los tratados de libre comercio firmados por el gobierno. Por lo anterior, la esfera productiva del país no estaba en condiciones para hacer frente a la crisis y mucho menos bajo las políticas aplicadas a raíz de ésta. Estas políticas eran de tipo contraccionista, las cuales disminuyeron la demanda y evitaron que la inflación se elevara en proporciones desmedidas. Sin embargo, sí hubo inflación a lo largo de 1995, además de un mercado contraído y altas tasas de interés que terminarían por agudizar el problema de carteras vencidas de los bancos.

Las políticas contraccionistas que el gobierno implementó para controlar la crisis financiera fomentaron que la crisis económica se

acentuara aun mas para el sector productivo y la población en general (Gráfica 10).

Gráfica 10



Fuente: Indicadores Económicos. Banco de México

Lo anterior se tradujo en un endeudamiento mayor por parte del gobierno, el cual recibió préstamos para hacer frente a la crisis financiera, ratificándose los compromisos con el FMI de continuar con las políticas neoliberales. Finalmente, esta crisis terminó por acentuar los problemas de la industria nacional, así como los problemas de pobreza y de dependencia del exterior.

Capítulo 4

Políticas de ajuste y estabilización en México a partir de 1994

4.1 Consecuencias de la crisis financiera

A raíz de la crisis financiera de 1994 ocasionada, como ya se ha visto, por la política de apreciación del tipo de cambio así como por las políticas neoliberales de apertura y desregulación económica (las cuales buscaban generar las condiciones de confianza para atraer capitales financieros del exterior), se aplicó un programa de emergencia económica, en el cual se utilizaron las mismas políticas que se venían aplicando antes de la crisis, pero en una escala mayor. Lo anterior debido a los compromisos contraídos y reafirmados con el FMI y las exigencias de rentabilidad por parte de los capitales externos. Estas políticas, se aplicaron ignorando "el gran riesgo que esta relacionado con la dependencia actual de México de la entrada de capitales."¹⁵ Ya que estos capitales tienen la capacidad de retirarse en el momento que sus expectativas de rentabilidad cambien poniendo al descubierto la fragilidad de la economía mexicana.

Las políticas aplicadas a partir de enero de 1995, de incremento de la tasa de interés, disminución de gasto público, incremento de impuestos, y control del tipo de cambio nominal; en vez de enfocarse

¹⁵ Krugman Paul. El Internacionalismo moderno La economía internacional y las mentiras de la competitividad. Pag 119. Critica Barcelona 1997.

hacia la recuperación de la economía nacional, tenían por objeto recuperar la confianza por parte de los inversionistas extranjeros ya que "estos inversionistas, en una base regular se mantienen al tanto del desarrollo en el país y monitorean cambios en las políticas aplicadas por el gobierno."¹⁶ Así, se comenzaron a aplicar políticas generadoras de confianza debido a la necesidad por parte del gobierno de continuar atrayendo a los capitales financieros externos hacia el país; aún a costa de un mayor sacrificio para la economía nacional.

4.2 Políticas generadoras de confianza

Como ya se ha visto, la crisis financiera fue ocasionada por el cambio en la dirección de los flujos externos de capital financiero. Dicho capital se retiró del mercado nacional por el gran riesgo cambiario que existió a lo largo de 1994; generando la devaluación y ocasionando que las tasas de interés reales tuviesen un rendimiento incluso negativo (cuadro 14) por lo que el capital especulativo se retiró hacia mercados con mayor rentabilidad. La devaluación fue acrecentada por el retiro de capitales, los cuales, para salir, demandaron dólares y ofrecieron pesos; lo que ocasionó que el precio del peso disminuyera.

¹⁶ Gooptu Sudarshan. Op. Cit. Pag. 23

Cuadro 14
Tasa de interes mensual real

Fecha	Tipo de cambio	Tasa mensual	Tasa de interes real
1994 Jul	3.4005	17.04	11.76
Ago	3.3799	14.52	9.00
Sep	3.3973	13.80	5.40
Oct	3.4170	13.56	7.32
Nov	3.4403	13.80	7.32
Dic	3.0652	18.48	8.04
1995 Ene	5.6441	37.68	-7.32
Feb	5.6670	41.28	-9.48
Mar	6.7609	70.56	-0.24
Abr	6.1847	74.88	-20.64
May	6.9681	58.44	8.28
Jun	6.2055	47.28	9.24

Fuente: Indicadores economicos Banco de México

El nivel de reservas del Banco de México fue disminuyendo durante 1994, para seguir controlando el tipo de cambio. El bajo nivel de reservas del Banco de México (cuadro 15) ocasionado por la salida de capitales, imposibilitaba al gobierno para financiar políticas que mantuvieran la confianza en el tipo de cambio y en la economía mexicana. Por lo que el gobierno se vio en dificultades en controlar la paridad cambiaria al tiempo que se hacia frente a las obligaciones de corto plazo que se tenían contratadas en dólares (Tesobonos).

Ante esta situación, se tuvo que recurrir a un prestamista de última instancia: el Tesoro de Estados Unidos y el FMI que en conjunto otorgaron un préstamo por 30 mil millones de dólares. Esto permitió el cumplimiento de las obligaciones inmediatas del gobierno mexicano contraídas en dólares.

Cuadro 15
Reservas del Banco de México (millones de pesos)

Año	Reserva internacional	Colocación de Cetes	Colocación de Tesobonos
1994 Oct	59141	-	-
Nov	43022	-	-
Dic	32739	39701	94678.5
1995 Ene	19837	40013	82992.1
Feb	52406	42782	83517.3
Mar	46697	42992	86611.9
Abr	50356	41694	61958.5
May	64479	43888	52020.2
Jun	63608	49261	45837.4
Jul	84424	54189	20309.3
Ago	95129	44383	18254.5
Sep	94358	58805	15789.1
Oct	96791	57664	12279.5
Nov	104014	49520	5630.8
Dic	120301	48590	2352

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México

El modelo neoliberal, en un contexto internacional privilegia al capital financiero internacional, el cual requiere de condiciones económicas similares entre los diversos mercados. Al estar inmerso en dicho modelo el gobierno, procedió a restablecer las condiciones de confianza para los capitales externos en vez de apoyar a la economía real. Por lo que ésta se vió aún más afectada por las políticas de confianza aplicadas en 1995.

4.2.1 Política monetaria en 1995

Como primer paso para restablecer la confianza en el mercado mexicano, el gobierno optó por una política de tipo de cambio libre a las fuerzas del mercado. Esto terminó por subvaluar al peso frente al dólar lo que eliminó el riesgo cambiario y permitió que el gobierno no se preocupara por el tipo de cambio durante la primera mitad de 1995. Una vez estabilizado el tipo de cambio, la reducción de la

inflación se convirtió en la prioridad del gobierno; por lo que se aplicaron políticas contraccionistas.

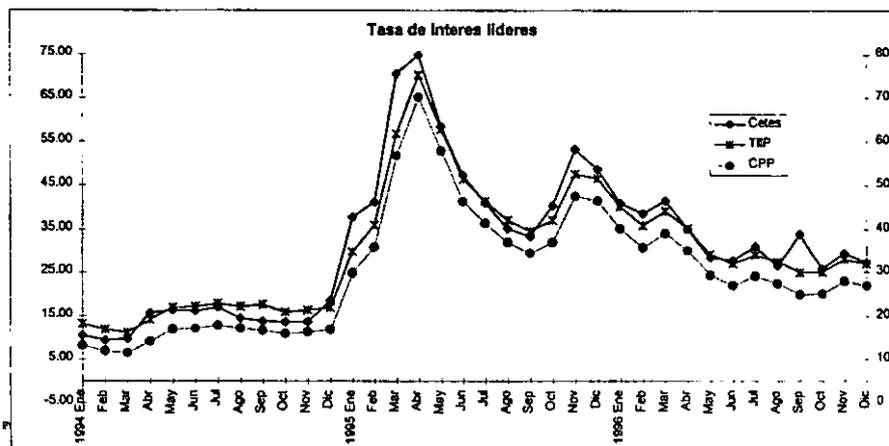
La política monetaria posterior a la crisis (enfocada a la disminución de la inflación) fue aún más contractiva que en el período anterior. Esto, con el objetivo de evitar un déficit fiscal, que ocasionaría un déficit comercial por la mayor demanda. Sin embargo, el déficit fiscal no es la causa del déficit comercial; este último es causado por el tipo de cambio sobrevaluado y la apertura comercial.

Durante la primera mitad de 1995 el tipo de cambio se encontraba subvaluado, por lo que en ese año se tuvo un superávit comercial de 7088.5 millones de dólares. La política monetaria restrictiva estaba más bien enfocada hacia la contracción de la demanda local. Esto evitaba que la inflación, ocasionada por la devaluación (la cual incrementó los costos de los bienes intermedios importados), fuera mayor. Al controlar la inflación se controla también la devaluación del tipo de cambio. Si la diferencia entre la inflación de México y Estados Unidos es mayor, el peso tendrá que devaluarse frente al dólar, generando aún más inflación.

La tasa de interés se vio afectada gravemente ya que, con el objeto de detener la salida de capitales, el gobierno incrementó las tasas de interés de todos sus instrumentos, entre los cuales se encontraban los Cetes. Las tasas de interés del país se vieron

incrementadas (gráfica 11), debido a que la tasa líder es la de los Cetes, de modo que si esta se incrementa el resto de las tasas la siguen. Esto encareció aún más el crédito y generó una crisis de pagos en el sistema bancario nacional.

Gráfica 11



Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México

Estas políticas fueron aplicadas con el único fin de atraer a los capitales financieros internacionales, dicha política por otra parte fue la que genero la crisis. Para resolver esta crisis se aplican políticas que intentan atraer a toda costa a estos mismos capitales para generar un desarrollo que nunca se ha dado. Pero, paradójicamente, estas políticas atentan contra la esfera productiva ya que la inversión no llega a la economía real.

4.2.2 Política fiscal en 1995

En lo que a la política fiscal se refiere, ésta no hizo otra cosa que contribuir a la contracción de la economía nacional. Con el fin de

atraer a los capitales externos, se aplicó un incremento en los impuestos al consumo (5 puntos porcentuales al IVA) y se redujo el gasto público. Por lo mismo, se afectó aún más a la esfera productiva, que no solo tenía que enfrentarse a altas tasas de interés por los créditos contraídos, sino que también veía su demanda contraerse mientras que sus costos se incrementaban.

4.3 Repercusiones de la crisis en la esfera productiva

La crisis financiera se vio reflejada en la esfera productiva de una forma devastadora por los siguientes factores: la devaluación del peso mexicano, las altas tasas de interés y la inflación, así como por las políticas aplicadas para contrarrestar la crisis.

Gracias a la sobrevaluación del peso frente al dólar en los años anteriores, a la crisis y a la implementación del TLCAN, la industria mexicana disminuyó su dinámica de acumulación y crecimiento, además de que se hizo aún más dependiente de las importaciones. Entonces, al haber devaluación, los costos de las empresas -en lo que a insumos se refiere- se vieron incrementados bruscamente. Esto generó inflación, mientras que los salarios nominales se mantuvieron igual, por lo que la demanda se vio reducida de modo que las ventas de las empresas se vieron reducidas, esto impidió que hubiese un crecimiento en la inversión. En un primer momento, la devaluación del peso fue el principal problema para la esfera productiva, ya que incremento el costo de los insumos importados y generó inflación lo cual incrementó

el costo de los insumos nacionales también. Sin embargo, la devaluación impulsó las exportaciones mexicanas, de las empresas enfocadas hacia el mercado exterior en el contexto del TLC, logrando que las empresas exportadoras se beneficiaran.

Por otro lado, las empresas que tenían pasivos contratados en dólares o bien con un interés en base a la tasa líder se vieron perjudicadas ya que "al crecer los créditos en mayor proporción que los recursos Internos, sobrevino un serio endeudamiento que colocó a las empresas y a los sectores endeudados en una posición sumamente vulnerable, con respecto al comportamiento de las tasas de interés, el tipo de cambio y la política crediticia" ¹⁷. Debido al incremento en la tasa de interés, los costos crecientes y la demanda contraída, los empresarios, no solo no pudieron hacer frente a sus deudas, sino que también tendieron a decapitalizarse.

En lo que a la inflación se refiere, ésta contribuyó en primer lugar a la contracción de la demanda perjudicando a las empresas nacionales no exportadoras. El gobierno mantuvo el nivel de los salarios igual mientras que los costos de los insumos importados se vieron incrementados. Por otro lado, la inflación ocasionada, no por un exceso de demanda sino por la devaluación, incrementó aún más la diferencia entre las inflaciones de México y de Estados Unidos. Esto se veía reflejado en una mayor presión devaluatoria que vendría a

¹⁷ Huerta Arturo. "Crisis financiera y carteras vencidas" Edit. Diana, México, 1997 P.13

redundar en una mayor inflación. Lo anterior se reflejaría a su vez en la baja rentabilidad para los capitales financieros externos, por lo que el gobierno atacó principalmente al problema de la inflación con políticas económicas contractivas tales, como la alza de tasas de interés, incremento de impuestos, reducción del gasto público, estabilidad de tipo de cambio (el tipo de cambio es de "libre flotación" sin embargo se mantuvo estable). Estas políticas que afectaron aún más a la demanda y por tanto a las empresas, buscaban reducir el déficit comercial y fiscal, así como hacer frente a los compromisos de deuda.

4.3.1 Repercusión de las políticas de estabilización en la esfera productiva

Las políticas de estabilización aplicadas por el gobierno a raíz de la crisis de 1994 estuvieron enfocadas hacia la recuperación de la confianza en el mercado mexicano ante los inversionistas internacionales. Estas políticas fueron: la contracción monetaria, la disciplina fiscal, la reducción del gasto público, el aumento de los impuestos, así como el incremento en la tasa de interés. Lo anterior, agravó la situación de la economía real, pues éstas estaban enfocadas hacia la atracción de capitales especulativos y no a la recuperación de la economía.

La política monetaria contraccionista y la disminución del déficit fiscal actuaron como agentes reductores de la demanda nacional con el

objeto de que se redujera el déficit en la balanza comercial. Al disminuir la demanda nacional se disminuye también la demanda de importaciones; y por tanto, el déficit comercial.

Evitando que existiera un déficit comercial, el gobierno mostraba a los inversionistas internacionales que el peso no estaba más sobrevaluado, de modo que el riesgo de una nueva devaluación ya no existía. Pero esta contracción de la demanda también disminuía la demanda de productos nacionales y más aún si éstos habían incrementado su precio. Entonces, las empresas nacionales vieron reducidas sus ventas y por tanto sus ganancias, las cuales, en caso de tenerlas, se destinaban al pago de los intereses de sus deudas. Estos intereses se habían incrementado con el fin de atraer a los capitales financieros, lo que ocasionó en muchos casos la incapacidad de pago por parte de las empresas. Al ser mayor el riesgo de recuperación de la cartera, los bancos incrementaron aún más los intereses en vez de reducirlos (lo que hubiera ofrecido mayor posibilidad de que los deudores pagaran).

Se creó, entonces, una situación en la cual el sector bancario estaba amenazado por los problemas de cartera vencida. Lo cual, lejos de generar condiciones de confianza para los inversionistas financieros, sería contraproducente, ya que "la combinación de altas tasas de interés con contracción monetaria afecta la dinámica de acumulación y crecimiento, genera severos problemas de iliquidez e insolvencia, y

por lo tanto crisis financiera."¹⁸ El gobierno tuvo la necesidad de intervenir con el rescate bancario.

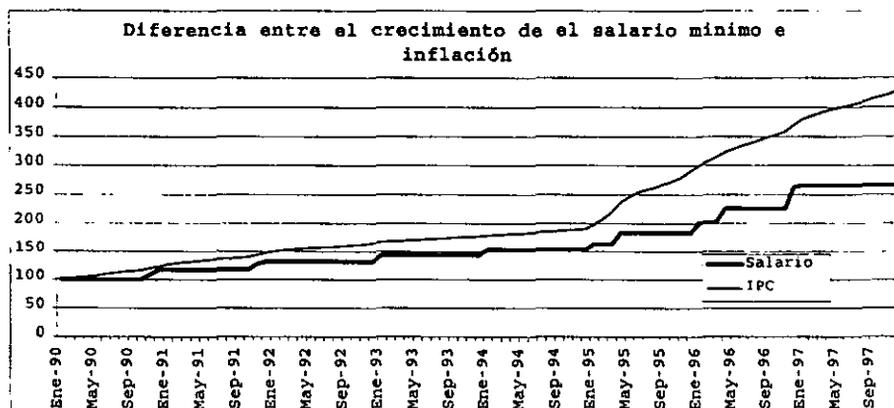
Una vez que el tipo de cambio nominal se estabilizó, el punto importante en las políticas generadoras de confianza, fue el control de la inflación. Dicho control evitaría que la diferencia entre las inflaciones de México y Estados Unidos se incrementara drásticamente y, consecuentemente, una nueva devaluación. Así, las políticas contraccionistas estaban enfocadas al control de la inflación con el objeto de generar condiciones de confianza para los capitales externos. Sin embargo, esto no resultó del todo bien, por lo que el tipo de cambio se mantuvo en un nivel real la primera parte de 1995. No obstante, éste volvió a sobrevaluarse a finales de 1995 y continuó haciéndolo durante 1996 y 1997, ya que el diferencial entre las inflaciones de México y Estados Unidos es muy amplio.

Mientras se siga manteniendo un tipo de cambio nominal estable, existirá la posibilidad de una nueva devaluación en el futuro ya que este tipo de cambio genera déficit comercial. Otro factor, que aunado a las políticas contraccionistas, también influyó en el control de la inflación, fue el control de los salarios (gráfica 12). En los primeros meses de 1995, éstos se mantuvieron iguales, aunque propiamente hablando, se redujeron. El incremento del 15% en el IVA, que se dio en dichos meses, redujo el salario real y el poder

¹⁸Huerta Arturo. "Crisis financiera y carteras vencidas" Edit. Diana, México, 1997 P.66

adquisitivo de los trabajadores al mismo tiempo que la demanda se redujo aún más y se afectaron la economía familiar y empresarial. La recuperación de la confianza fue hecha, entonces, a costa del pueblo mexicano, quien soportó todo el peso de la crisis.

Gráfica 12



* Base 1978

** Base Ene-90

*** Base 1994

Fuente: Indicadores de precios. Banco de México
ver anexo

Para poder tener un sistema económico basado en la confianza que tengan en el país los inversionistas extranjeros, se sacrificó la economía real. Este sistema busca la atracción de capitales financieros externos especulativos de corto plazo. A estos capitales se les garantizan altos niveles de rentabilidad a costa de la esfera productiva. Ésta, es dejada a su suerte en un contexto de fuerte competencia a la cual no se puede enfrentar sino es mediante la modernización en la producción. Sin embargo, dicha modernización no se puede dar por si misma, sino que requiere de una inversión que por la escasez de ahorro nacional no se puede dar. Por otro lado, la opción de financiamiento resulta prácticamente inaccesible para los

empresarios, ya que las tasas de interés son elevadas para atraer a los capitales externos y los requisitos para los préstamos son demasiados. Sin la capacidad de invertir las empresas no pueden modernizarse y así hacer afrontar a la competencia.

4.4 Vulnerabilidad de la Economía mexicana ante la inversión extranjera de cartera

Como ya se ha visto, la inversión extranjera de cartera se retiró a lo largo de 1994, a raíz del riesgo cambiario creciente, reflejado en el déficit de la balanza comercial. El riesgo cambiario se eliminó con la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994.

Durante 1995 el gobierno mexicano se dedicó a aplicar políticas de confianza que atrajeran a la inversión extranjera al mercado mexicano. Estas políticas, el apoyo de los Estados Unidos y del FMI (como prestamistas de última instancia) finalmente dieron fruto a partir del último trimestre de 1995. Cuando el flujo de la inversión extranjera de cartera fue positivo (cuadro 16); esto debido, principalmente, a los altos niveles de rentabilidad que estos capitales obtenían en el mercado financiero mexicano.

El monto de recursos que el gobierno recibe por la entrada de capitales, no lo utiliza para una mayor inversión en la esfera productiva que podría generar utilidades suficientes para cubrir el monto de los intereses; sino que se utiliza para financiar el

contexto de economía abierta, así como para cubrir el pago del servicio de la deuda externa acumulada y así, continuar generando las condiciones de confianza.

Cuadro 16
Flujo de inversión extranjera de cartera (millones de dolares)

Año	I	II	III	IV
1993	6091.20	6084.80	6815.70	9439.40
1994	7846.80	1215.00	3646.00	-5515.30
1995	-7355.10	-3832.60	-248.50	1721.50
1996	1484.20	2314.80	9181.30	438.20
1997	2721.50	6827.40	-3148.40	-1363.50
1998	3030.30	-	-	-

Fuente: Indicadores económicos Banco de México

La política económica en favor de la entrada de capitales (política de confianza) afecta las ganancias de las empresas productivas, lo que hace que muchas de estas empresas apenas puedan generar ganancias suficientes para hacer frente a sus obligaciones financieras y la gran mayoría cae en cartera vencida. En el caso, en el que las empresas tienen condiciones de acumulación, canalizan sus ganancias hacia el pago de intereses y no a la reinversión en las propias empresas, impidiendo así, su crecimiento y fortalecimiento.

La economía mexicana enfrenta un creciente contexto de vulnerabilidad a causa de la entrada de capitales y las políticas de confianza que la fomentan. La vulnerabilidad se refleja en el hecho de que existen factores que podrían ocasionar la salida de capitales.

4.4.1 Factores de riesgo de crisis por fuga de capitales

Los factores de riesgo que podrían ocasionar una fuga de capitales del país, son: el riesgo cambiario por el déficit externo y la fragilidad de la economía mexicana para encarar los choques externos.

4.4.1.1 Riesgo cambiario

El control cambiario genera sobrevaluación del peso, por lo que hay un creciente riesgo cambiario. Cuando el valor real de la moneda nacional se encuentra muy sobrevaluado, resulta más difícil mantener la estabilidad, ya que el Banco de México tiene que destinar cada vez más reservas para financiar el déficit externo y poder mantener la estabilidad. Finalmente se llega a un punto en el cual las reservas son insuficientes para continuar financiando al tipo de cambio, por lo que se tiene que dar una devaluación que mermaría la rentabilidad para los capitales financieros externos, los cuales se retirarían, (como fue el caso de diciembre de 1994).

4.4.1.2 Cambio de expectativas

Por otro lado, cuando se dan condiciones de confianza y entra capital, se incrementa la demanda de valores en la bolsa, generando un incremento en el precio de las acciones de las empresas. Como ya se vio en el capítulo 3, el precio de las acciones se infla por arriba de su valor. El incremento en la inversión extranjera aunado a

la demanda nacional de activos financieros infla aún más estos precios. Por ejemplo los inversionistas se dan cuenta que están comprando acciones en 20 pesos o más cuando en realidad el valor es de 2 pesos. Entonces, cuando cambian las expectativas de confianza los inversionistas buscan deshacerse de estas acciones y ocasionando un exceso de oferta que se traduce en una disminución del precio de las mismas. Consecuentemente, habría pánico y una caída brusca del precio de las acciones, ocasionando que los inversionistas extranjeros se retiraran a mercados mas confiables. De ser así, se ocasionaría una fuga de capitales que generaría una mayor demanda de dólares y una menor demanda de pesos; lo que a su vez produciría una devaluación de la moneda (en el caso de que el gobierno no sostenga el tipo de cambio), y una crisis.

4.4.1.3 Factor externo

Finalmente se presenta una situación relacionada con el contexto internacional. En ésta situación, tras la caída de algún mercado financiero internacional, el temor de los inversionistas extranjeros de una caída similar en México, los obliga a retirarse hacia mercados financieros que consideren seguros. Ciertamente, sobrevendría una salida de capitales que generaría pánico en el mercado nacional y ocasionaría que los precios de las acciones bajaran y que la retirada de capitales sea mayor, ocasionando por tanto una crisis.

Es importante señalar que estas situaciones pueden presentarse aisladamente o bien combinadas. Todas son ocasionadas por el capital financiero externo con excepción de una crisis ocasionada por un cambio de expectativas por parte de los inversionistas (ya que esta puede ser ocasionada solamente por inversionistas nacionales, aunque también puede ser ocasionada por los inversionistas externos), sin embargo esta crisis en caso de ser ocasionada por los inversionistas nacionales, se magnifica por el capital financiero externo aún cuando este no la genere.

4.5 El contexto financiero internacional

Actualmente nos encontramos en un contexto mundial en el cual (gracias a las presiones de instituciones financieras internacionales (FMI), así como del propio capital financiero) existen un gran número de países que, al igual que México, tienen un mercado financiero abierto a la entrada de la inversión extranjera de cartera. Estos países, llamados "emergentes", tienen políticas similares a las aplicadas en nuestro país; políticas recomendadas por el FMI y que requiere el capital financiero para tener "altos niveles de rentabilidad".

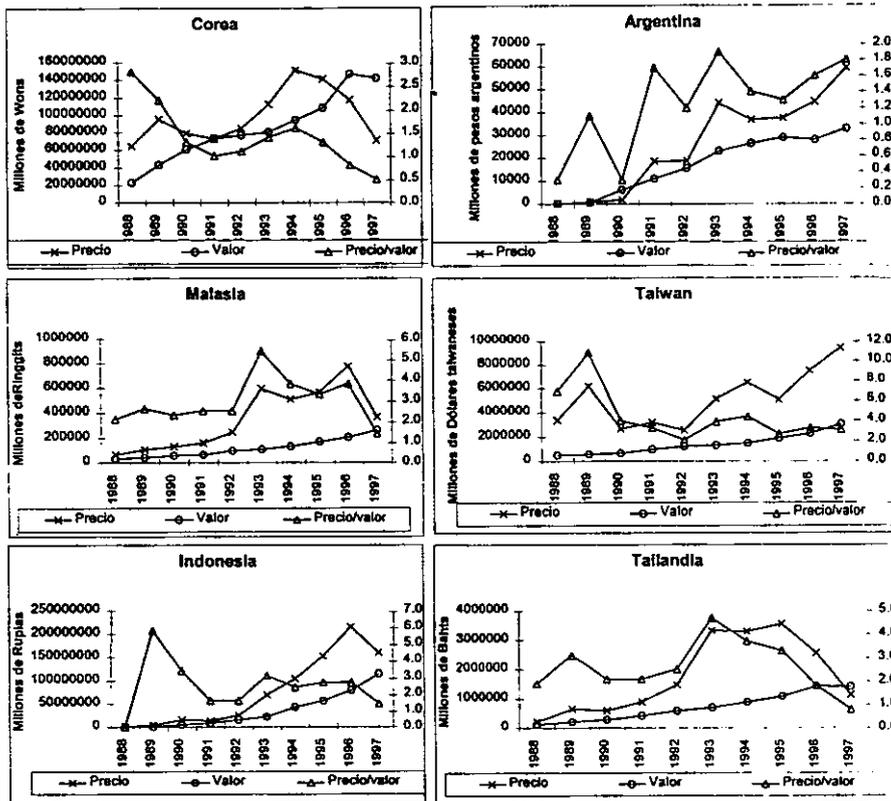
Los altos niveles de rentabilidad solo están garantizados por los altos rendimientos que este capital obtiene en estos países (incluido México) con tipos de cambio estable. Así, los mercados emergentes aseguran la entrada de inversión extranjera de cartera. Sin embargo,

al igual que en México, en la mayoría de los países, estas condiciones de alta rentabilidad y de estabilidad no se ven reflejadas en mayor inversión extranjera que genere un mayor crecimiento de la economía. Dicha inversión es en gran medida especulativa, por lo que se queda en los mercados financieros mientras las ganancias sean altas. Cuando las ganancias disminuyen o se percibe algún riesgo en el mercado, los capitales se retiran a mercados mas seguros o más rentables. En el mejor de los casos sí se genera un mayor crecimiento en la economía real; pero éste es menor al crecimiento de la esfera financiera y al de los intereses. Tarde o temprano los capitales se retirarán a otros mercados que les parezcan más seguros traduciéndose en una fuerte caída de la bolsa. El cumplimiento de los requisitos de política económica, planteados por el FMI y el capital financiero, garantizan una alta rentabilidad para este capital. Sin embargo, debe contemplarse que esta política sólo mantiene la estabilidad y el crecimiento en el corto plazo, creando en el mediano y largo plazo condiciones de crisis. Por esta razón no está garantizada la permanencia del capital financiero externo en el mediano y largo plazo.

Las condiciones de crisis en el mediano y largo plazo, ya mencionadas, pueden ocurrir porque al haber una mayor entrada de capitales a la esfera financiera se genera un incremento en la demanda de activos financieros. Lo anterior infla el precio de las acciones por encima de su valor real (gráfica 13). Como ya se ha visto, esto genera que al terminar la euforia de demanda por

acciones, los inversionistas se dan cuenta de que compraron acciones al doble, triple o incluso más de su verdadero valor.

Gráfica 13
Diferencia entre el precio y el valor de las acciones



Fuente: Emerging Stock Markets Factbook, 1998. IFC

No existe, en realidad, expectativa fundamentada alguna de que estas acciones realmente tengan un incremento en su valor real, el cual sería generado por un crecimiento real de la empresa en cuestión. Por tanto, los inversionistas intentarán deshacerse de estas acciones lo más rápido posible, generando un exceso de oferta. Posterior a la caída de la bolsa, reflejo del exceso de oferta, se generará pánico

entre los inversionistas internacionales, quienes se retirarán a mercados más seguros y propiciarán una salida de capitales.

La crisis en el mediano y largo plazo puede deberse también a la necesidad de mantener un tipo de cambio nominal estable (que generalmente termina por sobrevaluar la moneda nacional frente al dólar) para que se produzca la entrada de capitales. De esta forma, se generan crecientes déficits en la cuenta corriente, financiados por el superávit en la cuenta de capital. (Este superávit se produce gracias a la entrada de capitales financieros). El tipo de cambio nominal estable no se puede sostener por siempre, y tarde o temprano tiene que devaluarse. Al ocurrir esto, ocasiona la salida de capitales e inflación. En el caso de que se quieran retener los capitales también se genera un incremento en las tasas de interés. Cuanto más tiempo tarde en devaluarse la moneda, más fuerte serán la devaluación y la inflación: entre más tiempo se tarde en devaluar, más tiempo se estará sobrevaluando la moneda local. Mientras más se tarde en devaluar, más grandes serán los déficits comerciales y se estará dependiendo más de los bienes importados; los cuales, a medida que son más baratos que los producidos nacionalmente, desplazan a estos últimos.

Aun cuando en muchos de los países emergentes se tenga "flexibilidad" del tipo de cambio, éste se sobrevalúa. La fuerte entrada de capitales externos resulta en una gran demanda de la moneda local, y mientras la entrada de capitales sea continua, el tipo de cambio se

fijará en el libre mercado. Entonces, con la fuerte demanda, la moneda local tiende a subir de precio; y por tanto, a sobrevaluarse. Finalmente, cuando la entrada de capitales pierda su dinamismo, se devaluará la moneda; generando así condiciones de baja rentabilidad para los capitales externos (los cuales se retirarán generando una mayor devaluación).

4.5.1 El mercado financiero mexicano ante el mercado financiero global

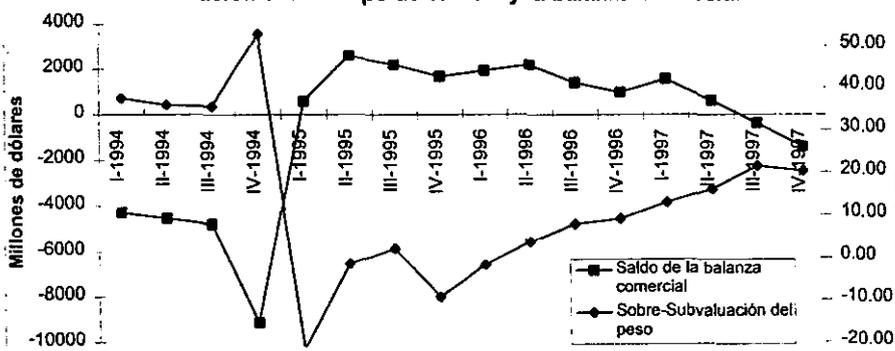
Ya se ha visto cómo los mercados financieros internacionales tienen un riesgo similar al de México de sufrir una crisis. Sin embargo, esto se acentúa gracias a los niveles existentes de la libre movilidad del capital financiero. Éstos, fácilmente pueden ocasionar que la crisis financiera de un mercado en específico afecte a otro.

Lo anterior sucede por diversos factores. Primero, por que cuando un mercado se encuentra en crisis, los inversionistas internacionales se retiran a mercados mas seguros. Por ejemplo, en la crisis financiera de 1997 en Hong Kong, los capitales se retiraron a mercados que les parecían más seguros (como EU) sin perder de vista la rentabilidad que pudieran obtener. México en alguna medida ha recuperado la entrada de capitales, aunque, en menor medida que en el periodo 1991-1993. Mayor demanda de acciones (las cuales inflaron más su precio) y mayor demanda de pesos. Esto esta sobrevaluando la moneda y esta incrementando el déficit en la balanza comercial (cuadro 17).

Cuadro 17
Porcentaje de sobre o subvaluación del peso frente al dólar 1994-1997
 (Base mayo 1988=100)

	1994	1995	1996	1997
Ene	45.36	-14.26	-4.32	12.18
Feb	44.78	-11.34	-2.84	14.09
Mar	37.39	-21.56	-1.80	12.89
Abr	35.68	-7.78	2.00	14.76
May	37.75	-14.84	3.99	15.97
Jun	35.90	-1.54	3.85	16.12
Jul	34.67	1.96	4.30	18.13
Ago	35.58	2.09	6.98	20.31
Sep	35.47	2.18	7.93	21.53
Oct	35.30	-2.63	6.29	20.77
Nov	34.93	-12.48	5.29	16.18
Dic	52.78	-9.35	9.14	20.25

Relación entre el tipo de cambio y la balanza comercial



Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México.
 Federal Reserve Bulletin, Federal Reserve Board.

Al aumentar las presiones, tanto en la balanza comercial como en el tipo de cambio, y con los precios de las acciones cada vez mas inflados, las expectativas de riesgo de una crisis en México fueron mayores por lo que se tuvo que devaluar en 20% el peso en septiembre de 1998. Al haber una devaluación, se ocasionó una fuga de capitales que se retiraron a otros mercados, repitiéndose el ciclo hasta que las bolsas en su valor real. A partir de este momento hubo ganancias seguras para los inversionistas, los cuales se estabilizaron, hasta que vuelva a existir algún riesgo.

Cabe señalar que esta devaluación y crisis mexicana no fueron tan graves en 1994. Sin embargo, sí repercutieron importantemente en la economía nacional.

Una segunda causa de que las crisis de otros mercados afecten al propio, es, como ya hemos visto, que existe una homogeneización en las políticas aplicadas en los mercados emergentes (todas ellas sugeridas por el FMI), y a la interrelación de los mercados financieros internacionales. Aún cuando los inversionistas no solo están de acuerdo con estas políticas, sino que, exigen en cierta medida que se apliquen en los países en los que invierten, cuando un mercado cae aunque este está aplicando las políticas "adecuadas", siempre existe la precaución de retirarse de los mercados emergentes con políticas o economías similares, hacia mercados que consideren más seguros. Ya que existe la posibilidad de que los mercados emergentes con políticas similares tengan problemas similares. Por lo tanto, los capitales prefieren retirarse a los mercados consolidados, sin embargo, estos mercados pueden, también, tener problemas por los grandes flujos y reflujos de capitales que reciben y se mueven de un mercado consolidado a otro, ocasionando así mayores movimientos de capitales entre mercados, y generando desequilibrios fuertes en los mercados más vulnerables.

Cabe señalar que cuando existe una crisis "contagiada" por otro mercado, es debido a las políticas de liberalización existentes.

Gracias a éstas, se puede mover el capital financiero internacional dentro y fuera del país a pesar de que las bruscas entradas y salidas de éste capital son las que propician las condiciones de crisis.

Las entradas de capitales crean un contexto de sobrevaluación de la moneda y altas tasas de interés que perjudican a la esfera productiva. Ésta se ve también afectada por la competencia desleal de las importaciones, planteada por la sobrevaluación de la moneda. Irónicamente, el capital esta generando las condiciones que inhiben el crecimiento, siendo que el capital debería de requerir condiciones de crecimiento para tener la certeza de que su inversión es segura. Por tanto, cuando el riesgo es visible, los capitales se retiran ya sea por "contagio" o por sí mismos. Finalmente, lo que hace el "contagio" es acelerar el proceso de salida de capitales, ya que este proceso tarde o temprano tendrá que suceder mientras se sigan aplicando las mismas políticas.

Conclusiones

Las políticas neoliberales y los capitales financieros internacionales

Las políticas neoliberales aplicadas por el gobierno mexicano asesorado por el FMI en los últimos años, han generado la contracción y el estancamiento de la economía nacional, en el sentido de que estas han privilegiado al capital financiero externo (creando una situación de vulnerabilidad) dejando de lado los sectores productivos del país. Por lo que no generan condiciones endógenas de crecimiento.

Gracias a estas políticas no solo se ha dejado de lado a la esfera productiva, sino que se ha fomentado al capital financiero, así como las políticas de confianza, las cuales actúan en contra de la esfera productiva, generando condiciones de crisis en el mediano y largo plazo.

Estas políticas han consistido en: la liberalización y desregulación de la economía, tanto en el sentido comercial, como en el sentido financiero. Así como la cada vez menor participación del estado en la economía, lo cual ha logrado crear un entorno en el cual la economía real y la esfera productiva, se han venido desmantelando en favor de la industria extranjera, (importaciones) y de los capitales financieros externos. De los cuales la economía nacional se ha vuelto totalmente dependiente.

Esta dependencia de los capitales externos en forma de inversión extranjera de cartera crea un entorno de alta vulnerabilidad ante una salida estrepitosa de capitales. Capitales, que tienen la capacidad de retirarse sin ninguna restricción. Sin embargo, esto no significa que los problemas de económicos de México se resolverían con el simple hecho de poner restricciones a la salida de capitales. Ya que, aun cuando los problemas aparentemente surgen cuando los capitales financieros se retiran. Estos problemas ya están presentes desde antes, en la forma de las políticas de confianza aplicadas para atraer a los capitales financieros.

Las políticas de confianza solo mantienen la estabilidad en el corto plazo. Por tanto, el problema real aquí es generar políticas que estén enfocadas en el largo plazo, estas políticas, no pueden ser otras, que aquellas que busquen el crecimiento de la esfera productiva de manera sostenida.

Las políticas enfocadas al crecimiento de la esfera productiva lograrían (sin que esto fuese su objetivo principal) generar confianza real en el largo plazo, y entonces si se podría permitir la libre movilidad de capitales financieros con un mínimo riesgo de fugas. Sin embargo la aplicación de estas políticas ocasionaría en el contexto actual la fuga de capitales que tanto se teme, evidenciando la crisis que gracias políticas neoliberales se ha venido gestando.

Consecuencias de las políticas neoliberales en la economía real y la esfera financiera

Como ya se ha visto las políticas neoliberales actúan en favor de la inversión extranjera de cartera, al mantener altos niveles de rentabilidad que sean atractivos para los inversionistas internacionales. Lo anterior se ha logrado principalmente a través de mantener altas tasas de interés, un tipo de cambio nominal estable (sobrevaluando al peso frente al dólar); al tiempo que se controla la inflación gracias a la estabilidad del tipo de cambio nominal y con la ayuda de políticas contraccionistas.

La inflación estable o controlada ayuda a que las tasas reales sean positivas. Estas tasas gracias a la estabilidad del tipo de cambio nominal generan altas tasas reales para los extranjeros, haciendo así que el mercado financiero nacional sea atractivo para los inversionistas internacionales.

Sin embargo, el mecanismo anterior lejos de ser un círculo virtuoso, encierra en sí su ruptura, ya que la estabilidad del tipo de cambio nominal tiene la intención de atraer a la inversión extranjera de cartera. Por tanto, se procura que este tipo de cambio sea casi fijo, para así asegurar la rentabilidad para los capitales extranjeros. Esto implica que se force al tipo de cambio, sobrevaluando al peso frente al dólar, ya que de otro modo se tendría que elevar aun más la

tasa de interés para cubrir el mayor riesgo cambiario. De modo que el peso se sobrevalúa, pero este, no solo, se sobrevalúa por que se mantenga estable el tipo de cambio nominal, también se sobrevalúa por que la alta rentabilidad atrae a los capitales financieros, los cuales demandan pesos para hacer sus inversiones. Por tanto, el precio del peso se incrementa (sobrevalúa).

Esta sobrevaluación se ve reflejada en la balanza comercial crecientemente deficitaria, (y mas aun con los tratados y acuerdos de libre comercio) cuya brecha cada vez mayor, evidencia ante los inversionistas internacionales, la fragilidad del peso, por lo que los capitales se retiran y al retirarse demandan dólares y ofrecen pesos, de modo que el precio de este cae, (se devalúa) generando pánico y una mayor fuga de capitales.

El problema, se agrava aun mas si consideramos que, como el modelo neoliberal esta enfocado a la atracción de capitales financieros. Al haber fugas de capitales la reacción inmediata es tratar de evitar que estos se retiren, elevando las tasas de interés y contrayendo a la economía, para evitar inflación, la cual se genera al haber devaluación. Ya que, el precio de las importaciones se incrementa por el incremento del precio del dólar.

En lo que a la esfera productiva se refiere, esta se ve dañada, en primer lugar, por las políticas de confianza. Ya que al haber un tipo de cambio nominal estable, el cual generalmente sobrevalúa al peso,

se abaratan las importaciones, por lo que la industria nacional tiene que competir con importaciones baratas que tienen en la mayoría de los casos entrada libre. Generándose así una competencia desleal que va desmantelando poco a poco a la industria. Sin embargo, los problemas de la industria son achacados a la falta de modernización en las empresas y la baja competitividad de estas. No obstante, estas no pueden volverse competitivas de la noche a la mañana, ya que, para lograrlo, se requiere de capital para reinvertir y hacer las modernizaciones y así volverse competitivas.

En un entorno económico en el cual, el gobierno en su afán de controlar la inflación contrae la demanda, y en donde se compite con importaciones baratas. El único recurso para reinvertir en las empresas por parte de los empresarios es el endeudamiento con tasas de interés altas (requeridas para atraer capitales) o bien tratar de subsistir sin modernización y competitividad terminando generalmente estancadas y en algunos casos en la quiebra.

En segundo lugar la esfera productiva es dañada por las consecuencias de las crisis financieras ocasionadas por la salida de capitales, así como por las políticas neoliberales aplicadas para evitar la fuga de capitales. Ya que al haber devaluación hay inflación, por lo que los insumos ven incrementados sus precios, obligando a los empresarios a subir sus precios. El gobierno para evitar la inflación, contrae drásticamente la demanda, por lo que la demanda que se hubiera reducido aun sin inflación, será aun menor si se suben los precios.

Lo anterior, por si mismo, es capaz de poner en riesgo a varias empresas. Pero la situación se agrava si se considera, que otra de las políticas de estabilización de la economía que se aplican en el marco neoliberal, (con el objetivo de mantener la inversión extranjera de cartera) es el incremento en las tasas de interés, lo cual arrastra a las tasas de interés con las que contrataron sus deudas los empresarios. Por lo que los empresarios además de ver incrementados sus costos y reducidas sus ventas, también ven incrementados sus costos financieros.

Tanto las políticas para atraer capitales financieros, como las consecuencias de atraer estos capitales, así como las políticas para "remediar" los problemas de fugas de capitales. Están desmantelando a la planta productiva del país, generando las condiciones de una crisis económica, de la cual no se saldrá sino hasta que se dejen de aplicar estas políticas y se deje de privilegiar al capital financiero dejando de lado el desarrollo del capital productivo.

La inversión extranjera de cartera como principal problema para lograr un crecimiento sostenido y un desarrollo de la economía nacional

La economía nacional bajo el modelo neoliberal, ha enfocado el desarrollo del país en la atracción de inversión extranjera de cartera. Haciendo que la economía sea dependiente de esta inversión,

dejando de lado el desarrollo de la esfera productiva y no solo eso sino que actúa en contra de esta.

Ya que no puede haber desarrollo sin que la esfera productiva se desarrolle. El modelo neoliberal que privilegia a la inversión extranjera de cartera, y que propone generar un crecimiento sostenido, no puede generar el crecimiento y el desarrollo que promete. Ya que este actúa en contra de la esfera productiva, por lo que en vez de generar crecimiento genera un estancamiento de la economía, e incluso llega a generar decrecimiento.

Para lograr el crecimiento y el desarrollo, se tiene que impulsar a la esfera productiva, a través de políticas expansionistas (en un entorno en el cual el peso se encuentre subvaluado frente al dólar para evitar que la política expansionista se refleje en mas importaciones) y de flexibilización del crédito para que la inversión productiva crezca y genere el crecimiento sostenido. Sin embargo aun cuando estas políticas si generarían un crecimiento real y disminuirían la vulnerabilidad del país, también generarían desconfianza en los inversionistas internacionales, por lo que estos se retirarían generando problemas de crisis financiera. De modo, que el hecho de que la economía este enfocada a la atracción de capitales financieros, impide que se desarrolle la esfera productiva y por tanto que se genere el desarrollo del país, por lo que este obstáculo debiera ser eliminado en el momento mas adecuado y entonces comenzar a aplicar las políticas que impulsen a la esfera productiva y al crecimiento real de la economía.

Anexo

El calculo del tipo de cambio real se hizo a través del sistema de paridad del poder adquisitivo, "la cual establece que para que la paridad de un país sea competitiva a través del tiempo se necesita que la moneda se devalúe en la misma proporción en que la inflación nacional excede a la internacional"¹⁹.

Se eligió como base el mes de mayo de 1988, principalmente por el hecho de que el saldo de la balanza comercial de ese mes estuvo en un nivel casi de cero con un ligero superávit. Otro factor determinante del mes base, fue el hecho de que se aplicaron políticas económicas que tenían como fin el control de la inflación. Las políticas del pacto, definieron a partir de 1988 un entorno económico de estabilidad de precios, así como de certidumbre en cuanto a las políticas que habrían de aplicarse, siendo estas políticas, relativamente las mismas a lo largo del periodo en el que se analiza el tipo de cambio. Finalmente ya desde 1986 se había venido dando la apertura comercial de México, la cual se consolidó en el periodo que se analiza.

Para obtener el tipo de cambio real se aplicó la siguiente fórmula:

$$TCr = TCn (IPC/IPC^*)$$

Donde: TCr = tipo de cambio real
TCn = tipo de cambio nominal
IPC = índice de precios al consumidor nacional
IPC* = índice de precios al consumidor de EU

Finalmente para obtener el grado de sobre o subvaluación se aplicó la siguiente fórmula: $\mu = [(TCr/TCn) - 1] (100)$

Donde: μ = grado de sobre o subvaluación

¹⁹ Gutiérrez Roberto. "Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano: 1982-1991" Investigación económica No. 197, Jul-Sep 1991 Pag. 348

Tipo de cambio real entre el peso y el dólar 1988-1997
(base Mayo 1988)

Fecha	Inflación México*	Inflación E.U.A.**	Tipo De Cambio Nominal***	Tipo De Cambio Real	Porcentaje de Sub. o Sobrevaluación
1988					
Ene	83.58	98.47	2.2074	1.9293	-12.60
Feb	90.54	98.72	2.2458	2.0847	-7.17
Mar	95.17	99.15	2.2730	2.1818	-4.01
Abr	98.09	99.66	2.2730	2.2373	-1.57
May	100.00	100.00	2.2730	2.2730	0.00
Jun	102.03	100.43	2.2730	2.3094	1.60
Jul	103.74	100.85	2.2730	2.3380	2.86
Ago	104.70	101.28	2.2730	2.3499	3.38
Sep	105.29	101.96	2.2730	2.3472	3.27
Oct	106.10	102.30	2.2730	2.3575	3.72
Nov	107.52	102.38	2.2730	2.3871	5.02
Dic	109.76	102.55	2.2730	2.4328	7.03
Promedio	100.54	100.65	2.2653	2.2707	0.24
1989					
Ene	112.46	103.06	2.2912	2.4801	8.25
Feb	113.98	103.49	2.3249	2.5034	7.68
Mar	115.20	104.09	2.3576	2.5157	6.71
Abr	116.93	104.77	2.3894	2.5369	6.17
May	118.56	105.36	2.4204	2.5576	5.67
Jun	119.98	105.62	2.4300	2.5821	6.26
Jul	121.17	105.87	2.4615	2.6015	5.69
Ago	122.34	106.04	2.4926	2.6224	5.21
Sep	123.51	106.38	2.5231	2.6390	4.59
Oct	125.34	106.89	2.5535	2.6653	4.38
Nov	127.10	107.15	2.5837	2.6962	4.35
Dic	131.39	107.32	2.6343	2.7829	5.64
Promedio	120.66	105.50	2.4552	2.5996	5.88
1990					
Ene	137.72	108.43	2.6810	2.8872	7.69
Feb	140.85	108.94	2.6950	2.9389	9.05
Mar	143.34	109.53	2.7246	2.9746	9.18
Abr	145.50	109.70	2.7548	3.0147	9.44
May	148.04	109.96	2.7855	3.0603	9.86
Jun	151.32	110.55	2.8123	3.1112	10.63
Jul	154.07	110.98	2.8366	3.1555	11.24
Ago	156.69	112.00	2.8615	3.1799	11.13
Sep	158.92	112.94	2.8858	3.1985	10.84
Oct	161.21	113.62	2.9102	3.2251	10.82
Nov	165.48	113.87	2.9315	3.3031	12.68
Dic	170.72	113.87	2.9443	3.4077	15.74
Promedio	152.82	111.20	2.8186	3.1238	10.83

1991

Ene	175.06	114.55	2.9568	3.4737	17.48
Feb	178.11	114.72	2.9686	3.5289	18.88
Mar	180.66	114.89	2.9803	3.5740	19.92
Abr	182.54	115.06	2.9960	3.6059	20.36
May	184.34	115.40	3.0110	3.6308	20.58
Jun	186.27	115.74	3.0222	3.6580	21.04
Jul	187.93	115.91	3.0354	3.6851	21.40
Ago	189.22	116.26	3.0474	3.6996	21.40
Sep	191.10	116.77	3.0598	3.7201	21.58
Oct	193.34	116.94	3.0722	3.7581	22.33
Nov	198.12	117.28	3.0666	3.8398	25.21
Dic	202.80	117.36	3.0707	3.9276	27.91
Promedio	187.46	115.91	3.0239	3.6761	21.57

1992

Ene	206.48	117.53	3.0658	3.9932	30.25
Feb	208.92	117.96	3.0609	4.0259	31.52
Mar	211.06	118.55	3.0668	4.0466	31.95
Abr	212.94	118.72	3.0676	4.0768	32.90
May	214.34	118.89	3.1004	4.0977	32.17
Jun	215.79	119.32	3.1170	4.1107	31.88
Jul	217.16	119.57	3.1125	4.1280	32.63
Ago	218.48	119.91	3.0847	4.1413	34.25
Sep	220.39	120.26	3.0856	4.1656	35.00
Oct	221.96	120.68	3.1208	4.1806	33.96
Nov	223.82	120.85	3.1138	4.2096	35.19
Dic	227.00	120.77	3.1133	4.2724	37.23
Promedio	216.53	119.42	3.0924	4.1214	33.27

1993

Ene	229.84	121.36	3.1090	4.3047	38.48
Feb	231.72	121.79	3.0951	4.3248	39.73
Mar	233.07	122.21	3.1063	4.3348	39.55
Abr	234.42	122.55	3.0934	4.3478	40.55
May	235.77	122.72	3.1207	4.3667	39.93
Jun	237.09	122.89	3.1185	4.3851	40.62
Jul	238.23	122.89	3.1208	4.4062	41.19
Ago	239.50	123.23	3.1097	4.4175	42.06
Sep	241.28	123.49	3.1113	4.4411	42.74
Oct	242.25	124.00	3.1123	4.4405	42.68
Nov	243.34	124.09	3.1483	4.4575	41.59
Dic	245.17	124.09	3.1062	4.4910	44.58
Promedio	237.64	122.94	3.1126	4.3935	41.15

1994

Ene	247.08	124.43	3.1052	4.5136	45.36
Feb	248.35	124.85	3.1228	4.5213	44.78
Mar	249.64	125.28	3.2969	4.5295	37.39
Abr	250.86	125.45	3.3501	4.5455	35.68
May	252.06	125.53	3.3132	4.5640	37.75
Jun	253.33	125.96	3.3639	4.5715	35.90
Jul	254.45	126.30	3.4005	4.5793	34.67
Ago	255.64	126.81	3.3799	4.5823	35.58
Sep	257.45	127.15	3.3973	4.6023	35.47
Oct	258.80	127.23	3.4170	4.6233	35.30
Nov	260.19	127.40	3.4403	4.6421	34.93
Dic	262.48	127.40	3.0652	4.6829	52.78
Promedio	254.19	126.15	3.3044	4.5802	38.61

1995

Ene	272.34	127.91	5.6441	4.8394	-14.26
Feb	283.88	128.43	5.6670	5.0245	-11.34
Mar	300.64	128.85	6.7609	5.3034	-21.56
Abr	324.40	129.28	6.1847	5.7038	-7.78
May	338.15	129.53	6.9681	5.9338	-14.84
Jun	348.88	129.79	6.2055	6.1101	-1.54
Jul	356.00	129.79	6.1146	6.2347	1.96
Ago	361.90	130.13	6.1919	6.3215	2.09
Sep	369.39	130.38	6.3023	6.4396	2.18
Oct	376.99	130.81	6.7275	6.5507	-2.63
Nov	386.28	130.72	7.6745	6.7166	-12.48
Dic	398.87	130.64	7.6558	6.9400	-9.35
Promedio	343.14	129.69	6.5081	6.0142	-7.59

1996

Ene	413.21	131.40	7.4705	7.1476	-4.32
Feb	422.85	131.83	7.5036	7.2908	-2.84
Mar	432.16	132.51	7.5490	7.4130	-1.80
Abr	444.45	133.02	7.4453	7.5945	2.00
May	452.55	133.28	7.4221	7.7181	3.99
Jun	459.92	133.36	7.5479	7.8388	3.85
Jul	466.45	133.62	7.6079	7.9350	4.30
Ago	472.65	133.87	7.5018	8.0251	6.98
Sep	480.21	134.30	7.5307	8.1276	7.93
Oct	486.20	134.72	7.7175	8.2031	6.29
Nov	493.57	134.98	7.8942	8.3116	5.29
Dic	509.37	134.98	7.8597	8.5777	9.14
Promedio	461.13	133.49	7.5875	7.8520	3.49

1997

Ene	522.47	135.40	7.8182	8.7706	12.18
Feb	531.25	135.83	7.7920	8.8901	14.09
Mar	537.86	136.17	7.9530	8.9782	12.89
Abr	543.68	136.34	7.8981	9.0639	14.76
May	548.64	136.26	7.8917	9.1523	15.97
Jun	553.51	136.43	7.9418	9.2220	16.12
Jul	558.33	136.60	7.8648	9.2908	18.13
Ago	563.29	136.85	7.7765	9.3559	20.31
Sep	570.31	137.19	7.7747	9.4489	21.53
Oct	575.12	137.53	7.8701	9.5050	20.77
Nov	581.30	137.45	8.2740	9.6131	16.18
Dic	589.44	137.28	8.1165	9.7598	20.25
Promedio	556.27	136.61	7.9143	9.2555	16.95

*IPC Mexico Base 1994=100

**IPC EUA Base 1982=100

***Tipo de cambio interbancario promedio

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México.

Federal Reserve Bulletin, Federal Reserve Board.

Tasas de interes mensuales reales 1992-1996

Fecha	Tasa anual*	Tasa mensual**	Inflación***	Tasa mensual real
-------	-------------	----------------	--------------	-------------------

1992

Ene	15.31	1.28	1.81	-0.53
Feb	14.56	1.21	1.18	0.03
Mar	11.84	0.99	1.02	-0.03
Abr	12.44	1.04	0.89	0.15
May	13.60	1.13	0.63	0.50
Jun	15.03	1.25	0.67	0.58
Jul	16.23	1.35	0.63	0.72
Ago	16.49	1.37	0.60	0.77
Sep	17.54	1.46	0.87	0.59
Oct	19.39	1.62	0.71	0.91
Nov	18.15	1.51	0.83	0.68
Dic	16.88	1.41	0.94	0.47
Promedio	15.62	1.30	0.90	0.40

1993

Ene	16.72	1.39	1.25	0.14
Feb	17.74	1.48	0.81	0.67
Mar	17.47	1.46	0.58	0.88
Abr	16.17	1.35	0.57	0.78
May	15.04	1.25	0.57	0.68
Jun	15.50	1.29	0.56	0.73
Jul	13.85	1.15	0.48	0.67
Ago	13.68	1.14	0.53	0.61
Sep	14.38	1.20	0.74	0.46
Oct	13.13	1.09	0.40	0.69
Nov	14.38	1.20	0.45	0.75
Dic	11.78	0.98	0.75	0.23
Promedio	14.99	1.25	0.64	0.61

1994

Ene	10.52	0.88	0.77	0.11
Feb	9.45	0.79	0.51	0.28
Mar	9.73	0.81	0.52	0.29
Abr	15.79	1.32	0.48	0.84
May	16.36	1.36	0.47	0.89
Jun	16.18	1.35	0.50	0.85
Jul	17.07	1.42	0.44	0.98
Ago	14.46	1.21	0.46	0.75
Sep	13.76	1.15	0.70	0.45
Oct	13.60	1.13	0.52	0.61
Nov	13.74	1.15	0.54	0.61
Dic	18.51	1.54	0.87	0.67
Promedio	14.10	1.17	0.57	0.61

1995

Ene	37.73	3.14	3.75	-0.61
Feb	41.23	3.44	4.23	-0.79
Mar	70.55	5.88	5.90	-0.02
Abr	74.84	6.24	7.96	-1.72
May	58.41	4.87	4.18	0.69
Jun	47.25	3.94	3.17	0.77
Jul	40.96	3.41	2.03	1.38
Ago	35.13	2.93	1.65	1.28
Sep	33.48	2.79	2.06	0.73
Oct	40.32	3.36	2.05	1.31
Nov	53.22	4.44	2.46	1.98
Dic	48.65	4.05	2.25	1.80
Promedio	48.48	4.04	3.47	0.57

1996

Ene	40.91	3.41	3.59	-0.18
Feb	38.54	3.21	1.68	1.53
Mar	41.52	3.46	1.24	2.22
Abr	35.10	2.93	1.08	1.85
May	28.45	2.37	1.82	0.55
Jun	27.81	2.32	1.62	0.70
Jul	31.25	2.60	1.42	1.18
Ago	26.51	2.21	1.09	1.12
Sep	33.90	2.83	1.59	1.24
Oct	25.75	2.15	1.24	0.91
Nov	29.57	2.46	1.51	0.95
Dic	27.23	2.27	3.20	-0.93
Promedio	32.21	2.68	1.76	0.93

* Tasa anual de CETES q 28 días

**La tasa mensual se obtiene de multiplicar la tasa anual por 1

***IPC 1994=100

Fuente : Indicadores economicos Banco de México

Diferencia entre el valor de las acciones y su precio de mercado 1988-199

(millones de pesos)

Fecha	Precio de las acciones en el mercado	Variación Porcentual	Valor en Libros de las acciones	Variación Porcentual	Precio/valor en libros
1988					
Ene	21886.6	nd	24591.7	nd	0.89
Feb	28032.1	28.08	28032.1	13.99	1.00
Mar	26049.6	-7.07	32974.2	17.63	0.79
Abr	24111.4	-7.44	37094.5	12.50	0.65
May	26746.5	10.93	42454.8	14.45	0.63
Jun	26998.3	0.94	40296.0	-5.08	0.67
Jul	26786.8	-0.78	43912.8	8.98	0.61
Ago	27282.0	1.85	39539.1	-9.96	0.69
Sep	27000.0	-1.03	39130.4	-1.03	0.69
Oct	28383.1	5.12	47305.2	20.89	0.60
Nov	33127.5	16.72	46658.5	-1.37	0.71
Dic	31977.7	-3.47	47727.9	2.29	0.67
1989					
Ene	31407.4	-1.78	49074.1	2.82	0.64
Feb	31073.4	-1.06	54514.7	11.09	0.57
Mar	33570.9	8.04	55034.3	0.95	0.61
Abr	36247.8	7.97	54101.2	-1.70	0.67
May	43189.4	19.15	57585.9	6.44	0.75
Jun	47499.6	9.98	55881.9	-2.96	0.85
Jul	49966.9	5.19	60935.2	9.04	0.82
Ago	54212.3	8.50	61604.9	1.10	0.88
Sep	63558.5	17.24	67615.4	9.76	0.94
Oct	57520.6	-9.50	61850.1	-8.53	0.93
Nov	56165.9	-2.36	63107.8	2.03	0.89
Dic	60513.7	7.74	66498.6	5.37	0.91
1990					
Ene	62851.4	3.86	58739.6	-11.67	1.07
Feb	66206.5	5.34	59112.9	0.64	1.12
Mar	68004.6	2.72	64155.3	8.53	1.06
Abr	71789.2	5.57	58365.2	-9.03	1.23
May	84511.8	17.72	82050.3	40.58	1.03
Jun	85207.2	0.82	64065.6	-21.92	1.33
Jul	92661.1	8.75	64348.0	0.44	1.44
Ago	85033.2	-8.23	68026.6	5.72	1.25
Sep	80968.9	-4.78	66916.4	-1.63	1.21
Oct	90590.2	11.88	66610.4	-0.46	1.36
Nov	93578.6	3.30	67322.7	1.07	1.39
Dic	96472.0	3.09	68419.9	1.63	1.41
1991					
Ene	97777.5	1.35	68857.4	0.64	1.42
Feb	100769.2	3.06	69496.0	0.93	1.45
Mar	116429.7	15.54	70993.7	2.16	1.64
Abr	131003.7	12.52	71197.7	0.29	1.84
May	179927.1	37.35	85273.5	19.77	2.11
Jun	178565.6	-0.76	87532.2	2.65	2.04
Jul	202002.4	13.13	85958.5	-1.80	2.35
Ago	222216.6	10.01	90700.7	5.52	2.45
Sep	233094.3	4.90	93237.7	2.80	2.50
Oct	260484.3	11.75	108989.2	16.89	2.39
Nov	265426.9	1.90	108337.5	-0.60	2.45
Dic	303271.3	14.26	122781.9	13.33	2.47

1992

Ene	325204.0	7.23	135501.7	10.36	2.40
Feb	380745.0	17.08	146440.4	8.07	2.60
Mar	411705.0	8.13	163375.0	11.56	2.52
Abr	421219.0	2.31	171227.2	4.81	2.46
May	436071.0	3.53	169677.4	-0.91	2.57
Jun	402461.0	-7.71	180475.8	6.36	2.23
Jul	392600.0	-2.45	193399.0	7.16	2.03
Ago	357517.0	-8.94	197523.2	2.13	1.81
Sep	337630.0	-5.56	196296.5	-0.62	1.72
Oct	392947.0	16.38	195496.0	-0.41	2.01
Nov	412882.0	5.07	191149.1	-2.22	2.16
Dic	433313.0	4.95	192583.6	0.75	2.25

1993

Ene	409998.0	-5.38	192487.3	-0.05	2.13
Feb	393803.0	-3.95	199900.0	3.85	1.97
Mar	410319.0	4.19	193546.7	-3.18	2.12
Abr	399827.0	-2.56	197934.2	2.27	2.02
May	393554.0	-1.57	211588.2	6.90	1.86
Jun	405546.0	3.05	211221.9	-0.17	1.92
Jul	426730.0	5.22	207150.5	-1.93	2.06
Ago	453765.0	6.34	200781.0	-3.07	2.26
Sep	452519.0	-0.27	209499.5	4.34	2.16
Oct	477752.0	5.58	202437.3	-3.37	2.36
Nov	525033.0	9.90	203501.2	0.53	2.58
Dic	623887.0	18.83	217382.2	6.82	2.87

1994

Ene	668958.0	7.22	213724.6	-1.68	3.13
Feb	650757.0	-2.72	216919.0	1.49	3.00
Mar	624111.0	-4.09	227777.7	5.01	2.74
Abr	593384.0	-4.92	231790.6	1.76	2.56
May	626354.0	5.56	231126.9	-0.29	2.71
Jun	591395.0	-5.58	241385.7	4.44	2.45
Jul	626975.0	6.02	242075.3	0.29	2.59
Ago	685006.0	9.26	242909.9	0.34	2.82
Sep	694826.0	1.43	243798.6	0.37	2.85
Oct	671494.0	-3.36	265412.6	8.87	2.53
Nov	673898.0	0.36	263241.4	-0.82	2.56
Dic	641461.0	-4.81	268393.7	1.96	2.39

1995

Ene	572808.0	-10.70	265188.9	-1.19	2.16
Feb	469795.0	-17.98	301150.6	13.56	1.56
Mar	504086.0	7.30	294787.1	-2.11	1.71
Abr	533795.0	5.89	321563.3	9.08	1.66
May	518000.0	-2.96	323750.0	0.68	1.60
Jun	585330.0	13.00	336396.6	3.91	1.74
Jul	648770.0	10.84	381629.4	13.45	1.70
Ago	668875.0	3.10	375772.5	-1.53	1.78
Sep	646092.0	-3.41	380054.1	1.14	1.70
Oct	620608.0	-3.94	397825.6	4.68	1.56
Nov	674782.0	8.73	379091.0	-4.71	1.78
Dic	698797.0	3.56	377728.1	-0.36	1.85

Fuente: Indicadores económicos, Banco de México

Anuario bursatil, Bolsa Mexicana de Valores

FALTA PAGINA

No.

99

Diferencia entre las tasas de interés reales de México
y las tasas de interés reales de EUA 1992-1996

Fecha	Tasa mensual* Nacional	Inflación** Nacional	Tasa real Nacional	Tasa mensual*** EUA	Inflación**** EUA	Tasa real EUA	Ventaja real de la tasa nal. frente a la tasa de EUA
1992							
Ene	1.28	1.81	-0.53	0.54	0.15	0.40	-0.93
Feb	1.21	1.18	0.03	0.54	0.36	0.18	-0.15
Mar	0.99	1.02	-0.03	0.54	0.51	0.04	-0.07
Abr	1.04	0.89	0.15	0.54	0.14	0.40	-0.25
May	1.13	0.63	0.50	0.54	0.14	0.40	0.11
Jun	1.25	0.67	0.58	0.54	0.36	0.18	0.4
Jul	1.35	0.63	0.72	0.50	0.21	0.29	0.43
Ago	1.37	0.60	0.77	0.50	0.28	0.22	0.56
Sep	1.46	0.87	0.59	0.50	0.28	0.22	0.38
Oct	1.62	0.71	0.91	0.50	0.35	0.15	0.76
Nov	1.51	0.83	0.68	0.50	0.14	0.36	0.32
Dic	1.41	0.94	0.47	0.50	-0.07	0.57	-0.1
Promedio	1.30	0.90	0.40	0.52	0.24	0.28	0.12
1993							
Ene	1.39	1.25	0.14	0.50	0.49	0.01	0.14
Feb	1.48	0.81	0.67	0.50	0.35	0.15	0.52
Mar	1.46	0.58	0.88	0.50	0.35	0.15	0.73
Abr	1.35	0.57	0.78	0.50	0.28	0.22	0.56
May	1.25	0.57	0.68	0.50	0.14	0.36	0.32
Jun	1.29	0.56	0.73	0.50	0.14	0.36	0.37
Jul	1.15	0.48	0.67	0.50	0.00	0.50	0.17
Ago	1.14	0.53	0.61	0.50	0.28	0.22	0.39
Sep	1.20	0.74	0.46	0.50	0.21	0.29	0.17
Oct	1.09	0.40	0.69	0.50	0.41	0.09	0.61
Nov	1.20	0.45	0.75	0.50	0.07	0.43	0.32
Dic	0.98	0.75	0.23	0.50	0.00	0.50	-0.27
Promedio	1.25	0.64	0.61	0.50	0.23	0.27	0.33

1994

Ene	0.88	0.77	0.11	0.50	0.27	0.23	-0.12
Feb	0.79	0.51	0.28	0.50	0.34	0.16	0.12
Mar	0.81	0.52	0.29	0.51	0.34	0.16	0.13
Abr	1.32	0.48	0.84	0.54	0.14	0.40	0.43
May	1.36	0.47	0.89	0.58	0.07	0.51	0.38
Jun	1.35	0.50	0.85	0.60	0.34	0.27	0.58
Jul	1.42	0.44	0.98	0.60	0.27	0.33	0.65
Ago	1.21	0.46	0.75	0.63	0.40	0.22	0.52
Sep	1.15	0.70	0.45	0.65	0.27	0.38	0.07
Oct	1.13	0.52	0.61	0.65	0.07	0.58	0.03
Nov	1.15	0.54	0.61	0.68	0.13	0.55	0.06
Dic	1.54	0.87	0.67	0.71	0.00	0.71	-0.04
Promedio	1.17	0.57	0.61	0.59	0.22	0.37	0.24

1995

Ene	3.14	3.75	-0.61	0.71	0.40	0.31	-0.91
Feb	3.44	4.23	-0.79	0.75	0.40	0.35	-1.14
Mar	5.88	5.90	-0.02	0.75	0.33	0.42	-0.44
Abr	6.24	7.96	-1.72	0.75	0.33	0.42	-2.14
May	4.87	4.18	0.69	0.75	0.20	0.55	0.13
Jun	3.94	3.17	0.77	0.75	0.20	0.55	0.21
Jul	3.41	2.03	1.38	0.73	0.00	0.73	0.65
Ago	2.93	1.65	1.28	0.73	0.26	0.47	0.81
Sep	2.79	2.06	0.73	0.73	0.20	0.53	0.2
Oct	3.36	2.05	1.31	0.73	0.33	0.40	0.91
Nov	4.44	2.46	1.98	0.73	-0.07	0.79	1.18
Dic	4.05	2.25	1.80	0.72	-0.07	0.79	1.02
Promedio	4.04	3.47	0.57	0.74	0.21	0.53	0.04

1996

Ene	3.41	3.59	-0.18	0.71	0.59	0.12	-0.3
Feb	3.21	1.68	1.53	0.69	0.32	0.36	1.17
Mar	3.46	1.24	2.22	0.69	0.52	0.17	2.05
Abr	2.93	1.08	1.85	0.69	0.39	0.30	1.54
May	2.37	1.82	0.55	0.69	0.19	0.50	0.06
Jun	2.32	1.62	0.70	0.69	0.06	0.62	0.07
Jul	2.60	1.42	1.18	0.69	0.19	0.50	0.69
Ago	2.21	1.09	1.12	0.69	0.19	0.50	0.62
Sep	2.83	1.59	1.24	0.69	0.32	0.37	0.87
Oct	2.15	1.24	0.91	0.69	0.32	0.37	0.54
Nov	2.46	1.51	0.95	0.69	0.19	0.50	0.46
Dic	2.27	3.20	-0.93	0.69	0.00	0.69	-1.62
Promedio	2.68	1.76	0.93	0.69	0.27	0.42	0.51

* Tasa de celes

**IPC 1994=100

***Tasa Prime

****IPC 1982=100

Fuente: Banco de Mexico, Indicadores economicos.

Federal Reserve Board, Federal Reserve Bulletin

Bibliografía

- Aguilar M. Alonso, Bernal M. Víctor, Guillen Arturo, Vidal Gregorio. "El capital extranjero en México" Editorial Nuestro tiempo México 1986
- Bazdresch Carlos. "Evolución reciente Del Sistema Financiero Mexicano" en el sistema económico mexicano. Editorial Previa editora México 1982
- Canuto Otaviano y Laplane Mariano, "especulação e inestabilidade na globalização financeira"
Economía e Sociedade no 5 dic. 1995
- Cardero María Elena. "Expansión y estrangulación financiera 1978-1981"
Economía Mexicana No 4 CIDE
- Caro Efraín, Vega francisco j., Robles J Javier, Gamboa Gerardo. "El Mercado de Valores En México Estructura y Funcionamiento" Editorial Ariel 1995
- Centro de Investigación Para El Desarrollo A.C. CIDAC "El Sistema Financiero Mexicano" Editorial Diana 1990
- Correa Eugenia "Crisis y Desregulación Financiera" Editorial Siglo XXI México 1998.
- Crockett Andrew "Financial Fragility: Sources, Prevention, and Treatment" en Coping with financial fragility and systemic risk Kluwer Academic Publishers 1995.
- Goldenstein Lidia Y Da Silva Leme María C. "Movilidade De Capital, Âncoras Nominais e Estabilização" Economia e Sociedade No 4 Jun 1995
- Goicochea Julio. "El Mito De El Ahorro y las Causas De La Crisis En México" Economía Informa No 250, Sep. de 1996
- Goodhart Charles E. "Dinámicas Financeiras Privadas eo desafio às políticas dos bancos centrais" Economía E Sociedade No 4 Jun. 1995
- Gooptu Sudarshan. "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets" Working papers 1117. International Economics Department, The World Bank. Marzo 1993

Guillen Romo Hector. "Los mercados Financieros y El Derrumbe de el Neoliberalismo Mexicano" Investigación Económica No 215 Ene-Mzo 1996

Gurria José Angel "Corrientes de capital: el caso de México" en Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina. Fuentes efectos y políticas. El trimestre económico. Fondo de cultura económica 1995

Gutiérrez Antonio. "Liberalización financiera y estabilización macroeconomía en México " Economía informa No 209, Jul-Sep. 1994

Gutiérrez Roberto. "Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano: 1982-1991" Investigación económica No. 197, Jul-Sep 1991

Huerta Arturo. "Causas y remedios de la Crisis Económica de México" Edit. Diana, México, 1995

Huerta Arturo. "Riesgos al Modelo Neoliberal Mexicano" Edit. Diana, México,

Huerta Arturo. "Política Neoliberal de estabilidad Económica mexicana: Limites y Alternativas" Edit. Diana, México

Huerta Arturo. "Crisis financiera y carteras vencidas" Edit. Diana, México, 1997

Huerta Arturo. "Recesión y Vulnerabilidad Financiera y Alternativas" Investigación económica No 215 Ene-Mzo. 1996

Ibarra David. "Globalización, Moneda y Finanzas" El Mercado de Valores Mayo 1998.

Kindelberger P. Charles "Manias, Panics, and Crashes a History of Financial Crises" Basic Books, Harper Collins Publishers 1989 USA

Kindelberger P. Charles "Problemas Historicos e Interpretaciones Económicas" Estudios de Historia Financiera. Edit. Critica Barcelona 1985

Krugman Paul. "El Internacionalismo Moderno La Economía Internacional y las Mentiras de la Competitividad" Edit. Critica Barcelona. 1996.

Lizano Eduardo. "La Reforma Financiera En América Latina" Centro de estudios monetarios latinoamericanos. 1993

López Julio. "Capital Financiero y Privatización" Economía Informa No 250 Sep. 1996

Mansell C. Catherine. "Las Nuevas Finanzas en México" Edit. Milenio México 1992

Mantey Guadalupe. "Efectos Distributivos de la Política Monetaria en México" Investigación económica No 207 Ene-Mzo. 1994

Minsky Hyman "Financial Factors in the Economics of Capitalism" en Coping with financial fragility and systemic risk Kluwer Academic Publishers 1995.

Mishkin Frederic S. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets" Edit. Harper Collins College Publisers, Nueva York, 1995.

Mundell Robert. "International Economics". Edit. Macmillan, Nueva York, 1967.

Schwartz Anna "Coping With Financial Fragility: A Global Perspective" en Coping with financial fragility and systemic risk Kluwer Academic Publishers 1995.

Sunkel Osvaldo y Paz Pedro. "El Subdesarrollo Latinoamericano y La Teoría Del Desarrollo". Edit. Siglo XXI México 1970

Valenzuela Feijoo j.c. "Circuitos financieros, Fugas de Capital e Inversión de Importaciones" Investigación económica No 202 Oct-Dic 1992.

"Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera y su reglamento" México 1989 Ediciones Delma.