

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO**

FACULTAD DE CIENCIAS POLITICAS Y SOCIALES

"LOS FLUJOS DE CAPITAL EN CARTERA Y SUS EFECTOS EN
LA ECONOMIA MEXICANA EN EL CONTEXTO DE LA
GLOBALIZACION, 1994-1999".

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
**LICENCIADO EN CIENCIAS POLITICAS
Y ADMINISTRACION PUBLICA
(ESPECIALIDAD ADMINISTRACION PUBLICA)**
P R E S E N T A
ESTANISLAO CHAVEZ LOPEZ

ASESOR DE TESIS: PROFA. REYNA PINEDA GONZALEZ

MEXICO, D. F.

2001



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.

AGRADECIMIENTOS

A la Universidad Nacional Autónoma de México por todos los conocimientos que en ella adquirí y que me hacen ser lo que hoy soy

A mis padres, Antonia y Estanislao, a mis hermanas Sonia y Guadalupe y a mis sobrinos, quienes con una sonrisa y apoyo incondicional alcanzo hoy este sueño anhelado. Mil gracias

A la Profesora Reyna Pineda por la ayuda prestada como asesora, por sus consejos y amistad siempre presentes. Muchas gracias

A la profesora Teresa Hayne, quien sin condición alguna me permitió a través de sus conocimientos compartir el gusto por la economía internacional. Por su apoyo. Muchas gracias

A los profesores Edgar Ortiz Calisto, Jesús Mendez Reyes y Francisco Urióstegui por todos sus atinados comentarios que enriquecieron la presente investigación.

A todos los maestros, amigos y amigas, en quienes siempre encontré una palabra de aliento para culminar este esfuerzo. Mil gracias

*Y por sobre todas las cosas gracias
a Dios, por permitirme culminar
esta etapa de mi vida, en compañía
de todos los seres que quiero y
aprecio.*

INDICE

| | |
|--|------|
| Introducción | P.1 |
| Capítulo Primero. Antecedentes de la Globalización Económica | |
| 1.1 Bretton Woods..... | P.6 |
| 1.2 GATT..... | P.14 |
| 1.3 Organismos Financieros Internacionales..... | P.20 |
| Capítulo Segundo. Globalización y Flujos de Capital | |
| 2.1 Mercados Financieros y Globalización | |
| 2.1.1 Tendencias internacionales | |
| 2.1.1.1 Política financiera..... | P.28 |
| 2.1.1.2 Política comercial..... | P.31 |
| 2.1.2 Globalización de los mercados financieros | |
| 2.1.2.1 Desregulación financiera..... | P.35 |
| 2.1.2.2 Banca comercial..... | P.40 |
| 2.1.2.3 Desintermediación financiera..... | P.45 |
| 2.1.2.4 Comercio e inversiones internacionales..... | P.47 |
| 2.1.2.5 Nuevas Tecnologías..... | P.50 |
| 2.1.3 Composición de los flujos de capital en cartera | |
| 2.1.3.1 Características..... | P.53 |
| 2.1.3.2 Corto Plazo..... | P.54 |
| 2.1.3.3 Largo Plazo..... | P.58 |
| 2.2 Condicionantes Internas de los Flujos Internacionales de Capital en Cartera | |
| 2.2.1 Elemento Riesgo-País | |
| 2.2.1.1 Factor económico | |
| 2.2.1.1.1 Política fiscal..... | P.62 |
| 2.2.1.1.2 Política monetaria y cambiaria..... | P.65 |
| 2.2.1.1.3 Deuda Pública..... | P.70 |
| 2.2.1.1.4 Inversión y ahorro..... | P.73 |
| 2.2.1.2 Factor político..... | P.74 |
| 2.2.1.3 Factor social..... | P.77 |
| 2.2.1.4 Normatividad oficial..... | P.79 |
| 2.3 Condicionantes Externas de los Flujos Internacionales de Capital en Cartera | |
| 2.3.1 Tasas de interés internacionales..... | P.81 |
| 2.3.2 Efectos de arrastre..... | P.83 |
| 2.3.3 Ahorro e inversión en países desarrollados..... | P.85 |
| 2.3.4 Condiciones comerciales de la región..... | P.87 |
| Capítulo Tercero. Los Flujos Internacionales de Capital en la Economía Mexicana (1994-1999) | |
| 3.1 Política Financiera del Presidente Salinas..... | P.89 |
| 3.2 Condición Político-Social del País..... | P.91 |
| 3.3 Efectos Económicos de los Flujos Internacionales de Capital en Cartera | |
| 3.3.1 Escenario económico en 1994 | |
| 3.3.1.1 Cuenta corriente | |

| | |
|---|-------|
| 3.3.1.1.1 Balanza de servicios..... | P.95 |
| 3.3.1.1.2 Balanza Comercial..... | P.97 |
| 3.3.1.2 Cuenta de Capital | |
| 3.3.1.2.1 Inversión Extranjera Directa..... | P.99 |
| 3.3.1.2.2 Mercado accionario..... | P.100 |
| 3.3.1.2.3 Valores gubernamentales..... | P.101 |
| 3.3.1.3 Tipo de cambio y reservas internacionales..... | P.105 |
| 3.3.2 Programa de Emergencia Económica y Paquete de Ayuda Internacional..... | P.108 |
| 3.3.3 Ajuste Económico de la Balanza de Pagos en 1995..... | P.112 |
| 3.3.4 Política Financiera del Presidente Zedillo..... | P.119 |
| 3.3.5 Efectos Económicos de los Flujos Internacionales de Capital (1996-1999) | |
| 3.3.5.1 Cuenta corriente | |
| 3.3.5.1.1 Balanza de servicios..... | P.120 |
| 3.3.5.1.2 Balanza comercial..... | P.124 |
| 3.3.5.2 Cuenta de capital | |
| 3.3.5.2.1 Inversión Extranjera Directa..... | P.125 |
| 3.3.5.2.2 Mercado accionario..... | P.126 |
| 3.3.5.2.3 Mercado de dinero..... | P.136 |
| 3.3.5.3 Reservas Internacionales y tipo de cambio..... | P.140 |
| 3.3.6 Resultados Macroeconómicos 1994-1999 | |
| 3.3.6.1 PIB..... | P.146 |
| 3.3.6.2 Precios..... | P.148 |
| 3.3.6.3 Tasas de interés..... | P.153 |
| 3.4 Efecto Tequila..... | P.156 |
| 3.5 Contexto Internacional | |
| 3.5.1 Evolución económica de los países industrializados..... | P.159 |
| 3.5.2 Tasas de interés internacionales..... | P.165 |
| 3.5.3 Volatilidad en mercados internacionales..... | P.171 |

Capítulo Cuarto. Los Flujos Internacionales de Capital y el Sistema Financiero Mexicano

| | |
|--|-------|
| 4.1 El Sistema Financiero Mexicano | |
| 4.1.1 Marco jurídico..... | P.178 |
| 4.1.2 Organización..... | P.182 |
| 4.1.2.1 Comisión Nacional Bancaria y de Valores | |
| 4.1.2.1.1 Sistema bancario..... | P.189 |
| 4.1.2.1.1.1 Instituciones de banca múltiple..... | P.189 |
| 4.1.2.1.1.2 Banca de desarrollo..... | P.190 |
| 4.1.2.1.1.3 Sociedades financieras de objeto limitado..... | P.190 |
| 4.1.2.1.2 Instituciones financieras no bancarias | |
| 4.1.2.1.2.1 Bolsa Mexicana de Valores..... | P.190 |
| 4.1.2.1.2.2 Casas de bolsa..... | P.191 |
| 4.1.2.1.2.3 Indeval..... | P.191 |
| 4.1.2.1.2.4 Sociedades de inversión..... | P.191 |
| 4.1.2.1.2.5 Sociedades calificadoras de valores..... | P.192 |
| 4.1.2.1.2.6 Especialistas bursátiles..... | P.192 |
| 4.1.2.1.3 Organizaciones auxiliares de crédito | |

| | |
|--|-------|
| 4.1.2.1.3.1 Uniones de crédito..... | P.193 |
| 4.1.2.1.3.2 Sociedades de factoraje..... | P.193 |
| 4.1.2.1.3.3 Sociedades de arrendamiento..... | P.194 |
| 4.1.2.1.3.4 Almacenes generales de depósito..... | P.194 |
| 4.1.2.1.3.5 Sociedades de ahorro y préstamo..... | P.194 |
| 4.1.2.1.3.6 Casas de cambio..... | P.195 |
| 4.1.2.1.3.7 Grupos financieros..... | P.195 |
| 4.1.2.2 Comisión Nacional de Seguros y Fianzas | |
| 4.1.2.2.1 Afianzadoras..... | P.195 |
| 4.1.2.2.2 Aseguradoras..... | P.196 |
| 4.1.2.2.3 Sociedades mutualistas..... | P.196 |
| 4.1.2.3 Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro | |
| 4.1.2.3.1 Afores..... | P.196 |
| 4.1.2.3.2 Siefores..... | P.197 |
| 4.1.2.3.3 Sociedades operadoras del fondo de datos SAR..... | P.197 |
| 4.1.3 La Administración Pública y Tendencia Financiera Internacional..... | P.197 |
| 4.1.4 Características..... | P.200 |
| 4.1.5 Relaciones intergubernamentales..... | P.204 |
| 4.1.6 Actores y regulación financiera de la administración pública mexicana..... | P.207 |
| 4.1.7 El mercado de dinero mexicano..... | P.213 |
| 4.1.8 Mercado de capitales mexicano..... | P.218 |
| 4.1.9 Escenarios | |
| 4.1.9.1 Nacional..... | P.221 |
| 4.1.9.2 Internacional..... | P.223 |
| 4.1.10 Régimen fiscal del mercado de valores..... | P.224 |

Capítulo Quinto. Experiencia Reguladora. El Caso del Impuesto sobre Flujos de Capital en Cartera

| | |
|---|-------|
| 5.1 Experiencia de la Regulación en Flujos de Capital..... | P.228 |
| 5.2 El Impuesto Tobin | |
| 5.2.1 Antecedentes..... | P.238 |
| 5.2.2 Características..... | P.240 |
| 5.2.3 Viabilidad..... | P.250 |
| 5.2.4 Escenarios Posibles | |
| 5.2.4.1 Nacional..... | P.256 |
| 5.2.4.2 Bloque..... | P.259 |
| 5.2.4.3 Internacional..... | P.260 |
| 5.2.5 La Administración Pública Mexicana y el Impuesto Tobin..... | P.261 |
| 5.2.6 El Impuesto Tobin hoy..... | P.263 |

| | |
|--------------------------|--------------|
| Conclusiones..... | P.267 |
|--------------------------|--------------|

| | |
|--------------------------|--------------|
| Bibliografía..... | P.271 |
|--------------------------|--------------|

ÍNDICE DE GRÁFICAS

| | |
|--|-------|
| Gráfica 3.1 Reservas Internacionales 1994..... | P.94 |
| 3.2 Evolución Déficit Cuenta Corriente 1987-1994..... | P.98 |
| 3.3 Índice Precios y Cotizaciones BMV 1994..... | P.100 |
| 3.4 Comparativo tasas de interés 1994..... | P.105 |
| 3.5 Impacto de la inversión en cartera en la cuenta de capital 1993-1995 | P.117 |
| 3.6 Evolución déficit cuenta corriente 1994-1999..... | P.121 |
| 3.7 Balanza de servicios 1996-1999..... | P.123 |
| 3.8 Balanza comercial 1996-1999..... | P.125 |
| 3.9 Índice de Precios y Cotizaciones 1996-1999..... | P.133 |
| 3.10 Inversión extranjera en mercado de dinero 1996-1999..... | P.139 |
| 3.11 Reservas Internacionales 1996-1999..... | P.144 |
| 3.12 Tipo de cambio spot 1996-1999..... | P.146 |
| 3.13 Producto Interno Bruto 1994-1999..... | P.148 |
| 3.14 Índice Nacional de Precios al Consumidor 1996-1999..... | P.153 |
| 3.15 Evolución tasas de interés líder 1996-1999..... | P.156 |
| 3.16 Tasas de interés internacionales 1993-1995..... | P.166 |
| 3.17 Evolución tasas de interés internacionales 1995-1999..... | P.171 |

INDICE DE TABLAS

| | |
|--|-------|
| Tabla 1.1 Rondas del GATT..... | P.16 |
| 2.1 Tabla de las principales firmas de asesoría financiera en el mundo en 1995..... | P.43 |
| 3.1 Flujos de inversión en cartera 1993-1994..... | P.101 |
| 3.2 Saldo de los valores gubernamentales 1994..... | P.103 |
| 3.3 Cuenta corriente de la balanza de pagos..... | P.114 |
| 3.4 Saldo de los valores gubernamentales 1995..... | P.116 |
| 3.5 Inversión extranjera en cartera 1993-1999..... | P.132 |
| 3.6 Colocaciones en los mercados internacionales 1996-1999..... | P.135 |
| 3.7 Endeudamiento externo del sector bancario y no bancario 1996-1999.. | P.136 |
| 3.8 Colocación de deuda interna del sector público a través de valores..... | P.139 |
| 3.9 Inyección de dólares al mercado por el mecanismo de ventas contingentes..... | P.145 |
| 3.10 Tasa inflacionaria 1995-1999..... | P.153 |
| 3.11 Paquete de rescate en Asia del Este, Rusia y Brasil de Julio de 1997 a Enero de 1999..... | P.176 |
| 4.1 Régimen fiscal en el mercado de valores mexicano..... | P.226 |
| 5.1 Tasa Tobin efectiva actualizada..... | P.243 |

INDICE DE SIGLAS UTILIZADAS

ADR American Depositary Receipt o Recibo de Depósito Americano

AFORE Administradora de Fondo para el Retiro

AIF Asociación Internacional de Fomento

AJUSTABONOS Bonos Ajustables del Gobierno Federal

APEC Asociación Económica Asia Pacífico

ARE Alianza para la Recuperación Económica
ATTAC Asociación para la Tasación de las Transacciones Financieras y la ayuda a los Ciudadanos
AUSEE Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica
BANXICO Banco de México
BID Banco Interamericano de Desarrollo
BM Banco Mundial
BMV Bolsa Mexicana de Valores
BONDES Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal
CEPAL Comisión Económica para América Latina
CETES Certificados de la Tesorería de la Federación
CFI Corporación Financiera Internacional
CNBV Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CNSF Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
CONDUSEF Comisión Nacional para la Defensa de Usuarios de Servicios Financieros
CONSAR Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro
DEG Derechos Especiales de Giro
EZLN Ejército Zapatista de Liberación Nacional
FMI Fondo Monetario Internacional
GATT Acuerdo General sobre Aranceles Aduanales y Comercio
GDR Global Depositary Receipt o Recibo de Depósito Global
IDE Instituto para el Desarrollo Económico
IED Inversión Extranjera Directa
IMPAC Impuesto al Activo
IPAB Instituto de Protección al Ahorro Bancario
ISR Impuesto Sobre la Renta
IVA Impuesto al Valor Agregado
LIBOR London Interbank Offer Rate
LOAPF Ley Orgánica de la Administración Pública Federal
OCDE Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OMC Organización Mundial de Comercio
OMGI Organización Multilateral de Garantía para las Inversiones
PARAUSEE Programa de Acción para Reforzar el AUSEE
PECE Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo
PIB Producto Interno Bruto
PRONAFIDE Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo
RNVI Registro Nacional de Valores e Intermediarios
SAT Servicio de Administración tributaria
SFM Sistema Financiero Mexicano
SHCP Secretaría de Hacienda y Crédito Público
TESOBONOS Bonos de la Tesorería de la Federación
TIIE Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio
TLC Tratado de Libre Comercio de América del Norte

INTRODUCCIÓN

La historia de la humanidad siempre ha sido compleja en todos los sentidos.

El ser humano por naturaleza ha ambicionado lo material, desde el momento en que adquirió el sentido de la individualidad, de la propiedad, el hombre ha buscado atesorar cosas materiales que lo sitúen en condiciones más ventajosas que los demás. Con el nacimiento de la propiedad privada hubo quien logró poseer tierras y herramientas; otros únicamente su fuerza física, lo cual propició la división del trabajo. Con las diferentes tareas a ejecutar por el hombre, fue posible el atesoramiento de bienes, consolidándose las clases sociales: dominantes y dominados. Del mismo modo, la división del trabajo, afectó la capacidad de desarrollo de los distintos Estados, constituyéndose Estados más industrializados que otros.

De la aparición de las clases sociales a la fecha, la situación del Estado y las condiciones del sistema económico han cambiado diametralmente al pasar del concepto de economía nacional a la llamada economía-mundo. En la historia reciente la clase dominante, la gran poseedora de bienes ha utilizado al Estado capitalista como el más importante vindicador de sus intereses y su más grande benefactor al abrirle los espacios necesarios para su fortalecimiento y desarrollo. Así lo postula la lógica del Estado capitalista: "El Estado es el capitalista colectivo ideal"; la acumulación y reproducción del capital se instaura entonces como eje fundamental del Estado.

Variable de gran trascendencia para las economías del mundo, tanto desarrolladas como en vías de desarrollo lo constituyen los flujos de capital privado, mismos que en la última mitad del siglo XX adquirieron un peso específico importante en el contexto globalizador.

Los flujos de capital privado tienen su esencia de origen en el aumento del comercio internacional y la necesidad subyacente de mayores recursos para solventar la adquisición de mayor número de bienes, llámense bienes de consumo o de capital que le generen una mayor acumulación de riqueza a los dueños de dichos capitales.

Sin embargo, lo complejo del sistema económico actual, ha propiciado que los flujos de capital no sólo se aboquen a la adquisición de bienes en forma directa (Inversión Extranjera Directa), sino que se interesen además por una inversión comparativamente más riesgosa, comprometida, pero sin embargo, igualmente rentable, permeando de esta manera el

sistema financiero internacional y situando en una posición altamente dependiente a dicho mercado.

La política económica internacional desde Bretton Woods hasta la fecha ha privilegiado sin duda alguna la apertura de las economías nacionales hacia estadios administrativos, normativos y financieros acordes con las necesidades de los grandes capitales, fundamentalmente en cartera. En este sentido, la estructura de la administración pública (conjunto de instituciones del Estado que buscan satisfacer las necesidades de la población) se ha adecuado a escenarios en los cuales se minimiza la influencia del Estado al grado de ser prácticamente inexistente, es decir, en la medida en que los gobiernos nacionales simplifican los trámites administrativos y reducen los mecanismos normativos hacia las inversiones, éstos ven eficientados sus métodos de evaluación y colocación de capitales en los mercados, de tal modo que la reducción de barreras jurídico-administrativas en la administración pública se convierte en un elemento a considerar por los inversionistas en su búsqueda de mayores ganancias.

Por su parte, la conveniencia financiera al libre tránsito de capitales se inscribe dentro del proceso denominado desregulación, consistente en la eliminación de obstáculos económicos y la adecuación en la estructura de la administración pública en beneficio de la eficiencia inversionista. La desregulación financiera es entonces, la puerta de entrada a los flujos de capital privado que buscan espacios económicos en los cuales se produzca una utilidad y mientras más alta sea la tasa de ganancia, más atractivo es el mercado financiero. La presencia de los capitales especulativos dentro de los mercados de valores permite ciertamente el financiamiento de la actividad productiva, respaldando operaciones financieras de corto o de largo plazo, sin embargo los elementos que los caracterizan los hacen altamente volátiles, es decir, elementos con una doble cara.

La permanencia de los flujos de capital privados en un determinado mercado financiero se ve condicionada tanto por elementos internos de la economía como por factores externos, estos últimos, por obvias razones, se encuentran fuera del control de las autoridades en materia económica del país. De esta manera, en tanto los flujos de capital privado permanezcan en el mercado financiero, la estabilidad económica y monetaria se mantendrá en equilibrio, de lo contrario una salida precipitada de los flujos de capital, por rumores que pongan en riesgo su existencia, provocarán inestabilidad en el mercado. Siendo así, la

política económica de un país en la consecución de objetivos por parte de la administración pública resulta trascendente al incidir en ella tanto factores normativos, administrativos, financieros e incluso político y sociales, así como factores externos de suma importancia para los inversionistas como tasas de interés, crecimiento e inflación mundial, etc. por lo cual la labor administrativa del gobierno se vuelve relevante.

Reconociendo el proceso de globalización como un elemento que ha interactuado en la política económica y financiera mundiales, la recurrencia de crisis económicas internacionales de entre las que destaca la acontecida en México en 1994-1995 han sido propiciadas por el temperamento voluble de los capitales especulativos, al depositarse regularmente a plazos muy cortos y sin restricción efectiva que les impida salir del sistema financiero nacional por parte de la administración pública mexicana.

En México, las experiencias en materia de crisis económicas, permiten llegar a cuestionamientos que merecen especial análisis.

Los flujos de capital aportan, efectivamente, grandes beneficios para la economía, en especial para nuestro país, al proporcionar recursos frescos para fomentar la producción y el desarrollo de las empresas. Desde este punto de vista, el capital es catalizador del crecimiento. Empresas nacionales que buscan financiamiento para proyectos de expansión y fortalecimiento de sus industrias ven en la Bolsa Mexicana de Valores, fondos de inversión, etc., una fuente alterna de recursos, en los cuales, inversionistas de todo el mundo pueden financiar proyectos de inversión nacionales que repercutan en aumento de la producción.

Asimismo, la importancia de los flujos de capital privado es decisiva en el buen funcionamiento de la economía, dada la dependencia motivada por la falta de ahorro interno, que permita autosolventar los requerimientos de crédito para el financiamiento. Históricamente, nuestro país ha sufrido de rezagos importantes en la generación de riqueza y de un excedente susceptible de ahorrarse, lo cual influye en la economía nacional hacia la búsqueda del ahorro externo.

Empero, dada la inestabilidad propia de los capitales en cartera, la fuga de capitales ha afectado de manera muy sensible el crecimiento sostenido de la economía mexicana, tras las constantes crisis económicas y que, pese a los esfuerzos de las autoridades en la materia (administración pública), los capitales especulativos han salido del país, agravando aún más

sus efectos de crisis, como sucedió en 1994. En este sentido, el papel decisivo de la política financiera implementada por distintas administraciones, ha funcionado en todo momento acorde a los intereses de la administración vigente, afectando en consecuencia la estabilidad de la economía nacional. Baste resaltar entonces que la cuestión financiera se ha visto influenciada por la esfera política, provocando ésta muy a menudo la inestabilidad económica por la lucha del poder.

Cabe señalar, que la fuga de capitales no es en sí, la causa de la crisis, sino un elemento que se suma a las consecuencias de ésta; de hecho, la salida de capital privado es motivada por condiciones que no permite la certidumbre en las operaciones financieras, inestabilidad monetaria y en general altos riesgos económicos para los mismos. En este sentido, es de resaltar la sensibilidad de los inversionistas particularmente en cartera hacia cualquier movimiento económico, político o social que indique inestabilidad que se traduzca en pérdidas económicas, de tal suerte que reales o no, los rumores de crisis afectan la tranquilidad del mercado. Esta situación de volatilidad y dependencia de los capitales internacionales hace imperiosa la necesidad por encontrar mecanismos que minimicen sus efectos. Sin embargo, tras esta interrogante y dado el contexto de globalización en que se inscribe y siendo México una economía emergente, la autoridad en la materia encuentra restringida su capacidad de acción para controlar la fuga de capitales, es decir, la globalización ha constituido diferenciadamente mercados financieros, siendo unos más atractivos que otros.

De este modo y considerando los puntos antecedentes surge la hipótesis central del presente trabajo de investigación, la cual señala que los flujos de capital fundamentalmente en cartera, no han beneficiado o favorecido a la población mexicana en términos de estabilidad y crecimiento sostenido, requiriendo ser regulados con objeto de minimizar los efectos que ocasionan en la economía, tarea que ha de ser realizada por la administración pública.

Algunas economías emergentes han aplicado un impuesto a la salida de capitales, desalentando de esta manera su escapatoria, lo que permite considerar de manera seria, la posibilidad de implantarlo en nuestro país, en aras no de violentar el libre mercado, ni como signo de retroceso en la política económica, sino como un medio de protección económica ante un sistema financiero globalizado, impredecible y sumamente inestable y en donde

una administración pública como la mexicana, mantiene reducidos márgenes de maniobra ante posibles escenarios de crisis internacional.

El presente trabajo de investigación busca en ese sentido, dimensionar en el contexto de la globalización, las razones que deciden la entrada o salida de los flujos internacionales de capital especulativo y cómo éstos han impactado el crecimiento sostenido de nuestra economía y el papel jugado por la administración pública mexicana en este entorno.

Al efecto, en el Capítulo 1º se abordan los antecedentes de la globalización financiera para comprender el origen de la inestabilidad financiera internacional y los acuerdos institucionales que dieron pie al auge de las inversiones en cartera.

En el Capítulo 2º, se analizan para mayor comprensión del lector, los principales factores que han incidido en el fortalecimiento de los flujos de capital internacional y los criterios que estos asumen para colocar sus capitales, espacio en el cual la administración pública de alguna u otra forma tiene ingerencia.

Una vez conocida la dinámica financiera de los flujos en cartera, en el Capítulo 3º se estudian los efectos que los movimientos de capital imprimieron al país, en dos periodos (1994-1995 y 1996-1999) donde se observa la intervención de la administración pública mexicana en la evolución económica y los contrastes que los flujos pueden ocasionar, estableciendo una correlación entre factores internos y externos propicios para las crisis económicas y generando al mismo tiempo un cuestionamiento sobre la necesidad de reducir la vulnerabilidad nacional ante choques externos.

En el Capítulo 4º, abordamos las transformaciones que ha sufrido el SFM, derivado entre otras causas por las presiones financieras externas y particularmente se analiza la actuación de la administración pública mexicana en el terreno financiero de las inversiones y su papel dentro del entorno de globalización económica.

Para finalizar, el Capítulo 5º aporta y estudia la experiencia internacional de controles a los flujos de capital, resaltando como propuesta el denominado Impuesto Tobin, apareciendo como un instrumento con posibilidades de reducir la volatilidad de los flujos internacionales de capital y de esa manera otorgar cierta certidumbre al desarrollo nacional. La tesis en general busca dimensionar en un contexto de globalización el impacto que han tenido los movimientos de capital especulativo en nuestra economía y cómo la administración pública mexicana ha hecho frente a estas contingencias.

CAPÍTULO PRIMERO. ANTECEDENTES DE LA GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA

1.1 BRETTON WOODS

La estructura financiera internacional a lo largo de la historia ha modificando drásticamente su dinámica; de hecho podríamos afirmar que el siglo XX constituye el espacio temporal donde se consolida un auténtico sistema financiero internacional, dadas las nuevas características establecidas.

A principios de siglo, las relaciones económicas internacionales se encontraban en condiciones de relativo proteccionismo; la política económica imperante en los países del mundo se conocía como aislacionista, condición que llevó a una fuerte recesión económica hacia 1929. Las economías mundiales se encontraban en un bache económico que les impedía retomar por sí solos el camino del crecimiento, de ahí que se decidiera analizar e implementar una mayor participación del Estado en la economía, a fin de asegurar la continuidad en el ciclo económico. John Maynard Keynes fue uno de los principales teóricos en profundizar en el tema, a tal grado de considerarse el “padre” del intervencionismo estatal.

La economía internacional se basaba en el Patrón Oro, donde dicho metal era el único medio de referencia para la convertibilidad de las monedas e instrumento de pago internacional.

En 1939 estalla la Segunda Guerra Mundial, polarizándose los escenarios entre países del Eje y países Aliados; para 1944 la situación económica y geopolítica del mundo había cambiado de manera radical. El mundo se dividió en oriente y occidente, dos modos de producción distintos que se confrontaban.

El pensamiento comunista significaba un pretexto más para los capitalistas por la conformación de un nuevo orden económico internacional que protegiera los intereses del liberalismo, de ahí que del 1 al 22 de julio de 1944, en la ciudad de Bretton Woods, New Hampshire, representantes de 44 países se reunieran para buscar un nuevo sistema monetario que proporcionara certidumbre a las relaciones económicas internacionales y diera paso al crecimiento económico. En dicha ciudad, se dieron cita representantes de los países ganadores en la conflagración mundial, al igual que representantes de los Estados

perdedores. En la conferencia de Bretton Woods se presentaban dos proyectos de sistema monetario internacional. Los Estados Unidos se encontraban representados por H.D. White y la Gran Bretaña por J.M. Keynes. Estas dos naciones contemplaban propuestas que diferían en algunos puntos, debido a la concepción que cada uno mantenía de un orden económico internacional. Los Estados Unidos pugnaban por una relativa intervención del Estado, mientras que el Reino Unido apoyaba un proyecto más liberal. Este diferendo de opiniones surgía del resultado tanto económico, político y militar consecuencia de la Segunda Guerra Mundial. La Gran Bretaña buscaba mantener el liderazgo que hasta antes de la contienda conservaba en el ambiente internacional, mientras que los Estados Unidos, en una situación más favorable, por su liderazgo militar y economía vigorosamente fortalecida por la guerra, intentaba consolidar su papel de ganador.

Pese al constante replanteamiento de ideas por parte de Keynes, el modelo de economía internacional que dominó fue el norteamericano, siendo Harry Dexter White el principal expositor del proyecto.

Los acuerdos de Bretton Woods giraron en torno a tres puntos fundamentales:

1. Un sistema de tipos de cambios fijos
2. Convertibilidad de las monedas
3. La creación del Fondo Monetario Internacional
4. La creación del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento

Los puntos consensados en la ciudad de Bretton Woods convenían una nueva estructura monetaria internacional que no tiene precedentes en la historia por las consecuencias que estos tuvieron en el devenir económico del mundo. Asimismo, las estrategias adoptadas para dar certidumbre a las relaciones económicas internacionales fueron el producto de una búsqueda por reactivar el comercio internacional y la reconstrucción de la planta productiva en los países en que fue destruida por la guerra. Bretton Woods homogeneizó las políticas monetarias internas en un conjunto más general: una política monetaria con efectos globales.

De esta manera, el sistema de tipos de cambios fijos planteado en las conferencias de Bretton Woods, buscaba mantener en equilibrio los tipos de cambio de las principales economías del mundo, conteniendo la espiral inflacionaria producto de la guerra y otorgar certidumbre a las transacciones comerciales y de capital.

El mecanismo de tipos de cambios fijos consistía en mantener el tipo de cambio sin movimientos considerables, con fluctuaciones del 1 % hacia arriba o abajo. Si las fluctuaciones presionaban el tipo de cambio por encima del rango mencionado, el banco central intervenía utilizando para estabilizar la moneda, oro, dólares americanos o una canasta de monedas.

El sistema de tipos de cambios fijos era ajustable tanto en el corto como en el mediano plazo, dado que si el banco central de un país necesitaba depreciar o apreciar la moneda en un rango de entre 1 y 5% lo podía hacer, previa notificación del hecho y si se requería un ajuste superior a ese nivel se necesitaba autorización del Fondo.

La convertibilidad de las monedas fomentaba el libre mercado al comprometerse las naciones a acelerar la convertibilidad de sus monedas respecto a otras, ó bien su convertibilidad en oro. Sin embargo, el punto de la conversión monetaria fue un punto muy discutido, al no aclararse las circunstancias en que quedaban los países menos desarrollados, debido a que éstos manejaron un plan constante de control de cambios, dificultando con ello el libre cambio con diferente tipo de monedas.

“La mayor controversia de todas, fue la sincronización en la transición a un régimen de cambios convertible, que nunca fue tratado con explicitud en Bretton Woods. El texto del acuerdo fue, como encargado, con una implementación candidamente reconocida, como deliberadamente ambigua”¹

Ciertamente la convertibilidad entre monedas resultaba benéfico, por lo menos para las economías desarrolladas, debido a que guardaban un mayor respaldo en sus operaciones monetarias que les permitía realizar la conversión de su moneda sin mayores riesgos para el tipo de cambio. De hecho, la convertibilidad entre monedas fue una medida obligatoria para aquellos que aspiraran a empréstitos por parte del Fondo.

El dólar, siendo en ese momento histórico, la moneda más fuerte a nivel internacional, mantuvo una paridad ante el oro de USD \$35 por onza, lo cual permitió a las autoridades de

¹ James, Harold; “International Monetary Cooperation since Bretton Woods”; Estados Unidos, FMI, 1996; 742 pp, p.54

ese país comprar y vender oro en ese precio, propiciando que el dólar se convirtiera en una moneda puente para adquirir oro, siendo en ese momento la única moneda convertible en oro.

Sin duda y pese a las críticas por la ambigüedad en las reglas para los distintos países sobre la convertibilidad entre monedas, dicha acción abrió al comercio internacional y al movimiento de capitales en forma paulatina, la posibilidad de transar bienes y servicios y lograr inversiones, cada vez en mayor proporción, sin necesidad de recurrir a la conversión en oro.

Elemento fundamental para la conformación de una nueva estructura financiera internacional y uno de los principales logros producto de la Conferencia de Bretton Woods lo constituyó el Fondo Monetario Internacional, creado el 1º de julio de 1944, inicia operaciones en 1947, teniendo como tarea apoyar a los países asociados en problemas de balanza de pagos.

De acuerdo al convenio de creación del FMI, se le confirieron los siguientes objetivos:

"1. Fomentar la cooperación monetaria internacional y ser mecanismo de consulta para los países miembros.

2. Facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado internacional.

3. Fomentar la estabilidad cambiaria para evitar depreciaciones competitivas.

4. Ayudar al establecimiento de un sistema multilateral de pagos." ²

El Fondo Monetario Internacional desde su creación ha buscado la estabilización de las economías miembro a partir de una labor crediticia. Para mantener la confianza y la reactivación económica, se requería de una institución que apoyara a las economías nacionales para superar los problemas en balanza de pagos, por lo cual, el Fondo se convirtió en un organismo protagonista en el control y superación de crisis financieras. Para tal efecto, el Fondo apoyaba a partir de asesoría técnica especializada y a partir de créditos denominados "stand by", es decir, aquellos créditos que superan el 125 % de la cuota establecida para ese país.

Los criterios que el FMI, utilizaba (y continúa utilizando) en su labor crediticia son:

- “1. Condicionalidad*
- 2. Volumen de financiación asequible.*
- 3. El coste del préstamo variable.*
- 4. El periodo de préstamo.”³*

Característica primordial del FMI corresponde a la condicionalidad de sus créditos, es decir, un crédito mayor del 25 % de su cuota implica la imposición de políticas correctivas en el sistema monetario y económico. Cabe señalar, los créditos otorgados generan un interés para el prestatario, el cual es generalmente menor al de los préstamos comerciales y su monto se determina en base a la temporalidad en que se tiene que amortizar el empréstito.

Los recursos con los cuales trabaja el Fondo provienen de cuotas aportadas por los países miembros; en los inicios del organismo, la cuota se fijaba en función de la capacidad productiva del país, del comercio internacional de éste. Inicialmente, el mecanismo de cuotas establecía que cada país debía aportar el monto de su aportación en un 75 % de su moneda y un 25 % en oro, fomentando de esta manera la formación de reservas internacionales en diferentes monedas de aceptación global. El nivel de las cuotas servía además para determinar el número de votos a que tenía derecho un país dentro del Consejo del Fondo.

“La cuota servía de base para medir el poder de voto, así como para determinar el máximo volumen de recursos del Fondo del que podían disponer los países miembros para resolver sus problemas de balanza de pagos ”⁴

Siendo los Estados Unidos el país que aportaba el mayor número de recursos al Fondo, la influencia de este país sobre el organismo internacional era importante, por lo cual desde

² De la Iglesia, Jesús; “El orden económico mundial”; España, Edit Síntesis, 1994; 259 pp, p.103

³ Ibid. p.108

este momento, la institución crediticia había pasado a ser instrumento económico al servicio de los intereses de ese país.

Otro organismo de igual importancia para el desarrollo del sistema financiero internacional y protagonista en la reconstrucción de la economía de posguerra lo constituyó el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.

Este organismo fue creado a partir de los acuerdos de Bretton Woods en 1944 y tenía como objetivo fundamental coadyuvar en la reconstrucción de los países miembros, fomentando la inversión extranjera y realizar préstamos para apoyar el crecimiento de los países miembros.

El Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento se integraba además por tres organismos auxiliares: El Instituto de Desarrollo Económico (IDE), la Corporación Financiera Internacional (CFI) y la Asociación Internacional de Fomento (AIF).

El IDE tiene como objetivo prestar asesoría a funcionarios de los países miembros, a fin de capacitarlos en materia macroeconómica y lograr la estabilidad de los componentes económicos; la CFI presta recursos fundamentalmente a países en vías de desarrollo, así como fomentar la inversión extranjera entre ellos; la AIF por su parte, busca del mismo modo apoyar la inversión extranjera en los países menos desarrollados, así como otorgar créditos en condiciones más favorables que los préstamos comerciales.

Al respecto, los países menos desarrollados han cuestionado la efectividad y amplitud de los créditos asignados, siendo en ese sentido insuficientes para apoyar un fomento del crecimiento y desarrollo económicos.

“Aunque el papel de la Asociación Internacional de Fomento es interesante, habida cuenta del carácter no reproductivo de las inversiones que financia, la verdad es que tiene escasa incidencia en el desarrollo económico de los países menos desarrollados.”⁵

Si consideramos que los ingresos de la Asociación Internacional de Fomento provienen de aportaciones de los países más industrializados, siendo el principal aportador los Estados

⁴ Tamames, Ramón; “Estructura Económica Internacional”; México, Edit. Alianza, 1984; 454 pp, p.71

⁵ Ibid. p.114

Unidos, queda manifiesta la influencia que sobre la institución tienen los intereses de esa nación, con la consecuente selectividad de los países favorecidos por crédito.

El Banco Mundial inició sus operaciones con recursos por alrededor de 10,000 millones de dólares, siendo en ese momento insuficientes para dar cabida a la demanda de créditos y para apoyar las tareas de reconstrucción después de la guerra, ocupando el Plan Marshall un papel sustancial en ese periodo en el cual era prioridad para E.U. reactivar la economía de Europa Occidental y Japón y evitar de ese modo la propagación de los regímenes comunistas.

Los recursos del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, surgen a partir de las aportaciones de sus miembros más ricos y de la colocación de bonos en los mercados financieros internacionales.

Al inicio de sus operaciones, el Banco Mundial se avocó esencialmente al financiamiento de proyectos de reconstrucción de la planta productiva, profundamente afectada por los bombardeos en la guerra; posteriormente el Banco Mundial se dedicó paulatinamente a priorizar proyectos de desarrollo, por lo que sus esfuerzos se dirigieron a fomentar el desarrollo en los países menos desarrollados.

“El principal instrumento manejado por el Banco Mundial en su ayuda a los países más necesitados consiste en las evaluaciones de pobreza”⁶

Elemento fundamental en la certidumbre de operaciones financieras lo constituyó el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI), creado en 1988 como institución auxiliar del Banco Mundial; tiene por objetivo apoyar las inversiones financieras fundamentalmente en países en vías de desarrollo, dado que en estos países es recurrente la ausencia de organismos que respalden a las inversiones extranjeras ante situaciones de crisis política.⁷

Por lo anterior, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, también conocido como Banco Mundial, se ha constituido en uno de los organismos internacionales más importantes en la consolidación de un nuevo orden económico mundial, fortaleciendo el

⁶ De la Iglesia. op. cit. p.134

⁷ Regueiro, Jaime; “Economía mundial”; España, Edit. McGraw Hill, 1995; 375 pp, p.179

proceso productivo en los países menos desarrollados, que vinculado con el Fondo Monetario Internacional, en conjunto imponen fuertes transformaciones en las estructuras monetarias y económicas de los países miembros, en el afán de consolidar un sistema de libre mercado, en donde la circulación de capitales se encuentre cada vez más segura, a partir del impulso de las economías menos favorecidas y la homogeneización del ambiente financiero internacional.

Sin duda, el FMI y BM han sido actores principales en el proceso de la globalización económica, propiciando la apertura de fronteras y el incremento sustancial de las relaciones comerciales y financieras entre los países. Sin embargo, esta misma condición, ha provocado la inestabilidad monetaria de las economías nacionales, siendo insuficiente la acción de dichos organismos para dar solución efectiva y preventiva a las crisis que contagian el sistema económico mundial.

El sistema de Bretton Woods pasa a la historia económica como un intento relevante por estabilizar las economías nacionales tras los efectos de la 2ª Guerra Mundial, ratificando la preponderancia de las economías desarrolladas en el sistema económico global y marginando a las economías menos avanzadas de las decisiones.

Los acuerdos de Bretton Woods son abandonados en la década de los 70' tras haber logrado la instauración de un nuevo sistema económico, siendo superados los acuerdos de la conferencia por una mayor circulación de dólares y la imposibilidad de mantener un tipo de cambio fijo ante los cada vez más fluctuantes movimientos de capital a corto plazo.

La aparición de un mayor número de mercados de capitales, fortaleció el papel del dólar en el ámbito internacional, provocando que la divisa verde se utilizara cada vez en mayor proporción como medio de pago internacional; esto aunado a un mayor número de monedas convertibles al dólar, tras dejar el patrón-oro, se promovió de una manera sustancial el desarrollo del comercio internacional a escala nunca antes vista.

"La mayor parte de la inversión exterior se realizó en los países desarrollados y procedió de ellos. En las pequeñas economías

desarrolladas abiertas, la inversión exterior podía representar una proporción considerable de la formación total de capital.”⁸

Si consideramos que los implementadores de los acuerdos de Bretton Woods fueron los E.U. e Inglaterra, los beneficiarios del producto de dichas resoluciones fueron en todo momento las principales economías del mundo, es decir, los países desarrollados. Bretton Woods en ese sentido, consolida los intereses de los países avanzados sobre los menos desarrollados.

“Bretton Woods dependía de los conceptos de universalidad, igualdad y liberalización progresiva. Los tres principios fueron cuestionados. Bretton Woods intentó establecer un sistema universal, los participantes pronto fundaron un mundo dividido por la Guerra Fria.”⁹

1.2 GATT (Acuerdo General sobre Aranceles Aduanales y Comercio)

En 1944, representantes de 44 naciones signaron los Acuerdos de Bretton Woods, los cuales buscaban estabilizar el ambiente económico internacional de posguerra, a a partir de la creación de dos organismos: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF).

Después de la conflagración de 1939, el comercio internacional se convirtió en tema de análisis dentro de la agenda de las Naciones Unidas; tan importante y estratégico resultaba el papel del comercio internacional en la consecución de las metas estabilizadoras y reactivantes de las economías mundiales de posguerra, que resultaba indispensable encontrar un medio para acelerar su dinámica y alcanzar con ello el paso a un sistema de economías abiertas.

En 1945, el gobierno de los Estados Unidos envió la propuesta formal ante el Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas, quien el 18 de febrero de 1946 convocó a una Conferencia Internacional sobre Comercio y Empleo en la Habana, Cuba, reunión de la cual surgió el documento conocido como la Carta de la Habana, primer intento por

⁸ Foreman Peck, James; *“Historia económica mundial”*; España, Edit. Prentice Hill, 1995; 532 pp. p.398

establecer un código de comercio internacional, en la cual se estipulaba la creación de un órgano regulador del comercio a nivel mundial: la Organización Internacional del Comercio. Sin embargo, dicha carta no fue ratificada por el gobierno de los Estados Unidos, por razones de interés estratégico.

"La ITO murió y también muchas reglas de la carta de la Habana, pero sobrevivió el consenso sobre la necesidad de establecer un orden comercial internacional, encarnado en el GATT." ¹⁰

Efectivamente, la Carta de la Habana demostró el real interés de los países industrializados por establecer normas que impulsaran el crecimiento del comercio internacional. El GATT o Acuerdo General sobre Aranceles Aduanales y Comercio se constituyó el 30 de octubre de 1947 y entró en vigor en enero de 1948, con sede en la ciudad de Ginebra, Suiza.

Dentro de los 23 países que suscribieron el Acuerdo inicial, Estados Unidos fue elemento de influencia en las cláusulas del nuevo código. El GATT, por sus siglas en inglés, tomó desde su primera conferencia, trascendencia en términos comerciales en el mundo, tras las resoluciones hechas por las Partes Contratantes, si consideramos que el arancel es un instrumento eficaz para proteger la economía de una nación, al gravar la entrada de bienes y servicios extranjeros. El arancel tiene la característica de ser un impuesto por el que se puede medir la competitividad de una economía, esto es, mientras más alto sea el arancel, menos competitiva será la economía y viceversa, cuando la economía puede soportar la competencia con productos y servicios de otros países en condiciones de mayor igualdad. Los principios fundamentales del GATT consistían en:

"Evitar las restricciones cuantitativas de comercio (cuotas) y extender el principio de multilateralismo de nación más favorecida en las relaciones comerciales que proveían un invaluable armazón en la negociación." ¹¹

⁹ James, Harold. op. cit. p.105

¹⁰ Edelman Spero, Joan; "Política Económica Internacional"; México, Edit. Ateneo, 1992; 359 pp. p.83

¹¹ James, Harold. op. cit. p.53

El GATT ha integrado diferentes episodios desde su aparición, en los cuales se modificaron y añadieron algunos puntos, con objeto de adecuar las acciones en base a las necesidades de los miembros y del comercio internacional mismo.

Tabla 1.1 Rondas del GATT

| Ronda | Fecha | No. Participantes | Valor del comercio cubierto (MDD) |
|------------|-----------|-------------------|-----------------------------------|
| 1. Ginebra | 1947 | 23 | 10,000 |
| 2. Annecy | 1949 | 33 | n/d |
| 3. Torquay | 1950 | 34 | n/d |
| 5. Ginebra | 1956 | 22 | 2,500 |
| 6. Dillon | 1960-01 | 45 | 4,900 |
| 7. Keneddy | 1962-1967 | 48 | 40,900 |

n/d no disponible

Fuente: Jackson, John; "The World Trading System, The MIT Press"; Inglaterra, 1989, p.53

Las partes contratantes institucionalizaron la figura de nación más favorecida, consistente en que cada miembro se comprometía a otorgar al resto de los signatarios un trato igual, no discriminatorio en sus relaciones comerciales, salvo en los sistemas de preferencias congelados, las zonas de libre comercio y uniones aduanales y las excepciones (waivers).

El mecanismo del GATT a través del cual logra trascendencia histórica se basó en el multilateralismo, sistema consistente en la intervención ó participación de más de dos centros comerciales, a fin de diversificar las fuentes de consumo y elevar de esta manera la demanda y estimulación de la producción transnacional. Siendo el principio del multilateralismo la llave de entrada del GATT para alcanzar la plena efectividad de sus políticas, el bilateralismo queda marginado como mecanismo de relación comercial sólo para los países que no pertenecen al acuerdo.

El mecanismo de reducción de la barrera arancelaria en las primeras cinco rondas funcionaba a través del bilateralismo, cuando el país importador y exportador negociaban el arancel aplicable a los productos y en la cual se buscaban ventajas recíprocas. En el momento de llegar a un acuerdo, las decisiones y ventajas se generalizaban automáticamente a todas las partes contratantes (binding). La suma de todos los acuerdos a que se obligaba a cumplir cada país se compendia en las llamadas Listas Nacionales que se redactaban para cada nación.

Otro mecanismo de negociación apareció en 1962 con la entrada en vigor de la Ley de Expansión Comercial, que permitía a los E.U. disminuir el arancel hasta en un 50 por 100

por un periodo de 5 años. Es en la Ronda Kennedy (1962-1967) donde se logran reducir los aranceles de los E.U. y la Comunidad Económica Europea hasta en un 30 por 100 en productos industriales. Punto además importante en los acuerdos de dicha ronda lo constituyeron los países subdesarrollados al reconocerse su inferioridad comercial ante los países desarrollados.

*"En los hechos la acción más significativa consistió en que al acogerse al principio de No Reciprocidad, ellos no realizaron reducciones arancelarias en el mismo nivel que sus contrapartes desarrolladas."*¹²

Sin embargo, en su afán por lograr acuerdos más equitativos, las negociaciones del GATT se tornaron complejas y falibles, al escapar consideraciones importantes de los alcances del código internacional.

*"A partir de la Ronda Kennedy y como consecuencia del evidente éxito de rondas anteriores que consiguen las disminuciones de los valores nominales de los aranceles se pone de manifiesto en las relaciones comerciales internacionales el auge de otros instrumentos de protección, que son examinados académicamente bajo la denominación de neoproteccionismo. Al regular diversas formas neoproteccionistas, se consagra la Ronda de negociaciones Tokio."*¹³

La Ronda Tokio, inaugurada en 1973, incorporó importantes acuerdos al sistema GATT, profundizando los alcances de las Rondas anteriores, incorporando sectores comerciales estratégicos como fue el Acuerdo Multifibras, sobre comercio de aeronaves civiles, de agricultura y ganadería, entre otros, ratificando lo prometido por los asistentes a la Ronda.

"Lograr no sólo fuertes reducciones arancelarias, sino también la eliminación de las demás barreras que obstruyan el comercio:

¹² Mendoza Ortiz, Rosendo René; Tesis "La transición del GATT a la OMC"; UNAM, 1996; p.9

¹³ De la Iglesia. op. cit. p.182

*restricciones cuantitativas, reglas especiales para productos agrícolas, etc.”*¹⁴

De esta manera, se logró reducir los montos arancelarios en diferentes productos, pero además, se atacó de frente un impedimento surgido a lo largo de años anteriores a la Ronda, consistente en las barreras no arancelarias, entre las que se citan: el Código de Valoración con Aduanas, Acuerdo sobre Compras del Sector Público, el Acuerdo sobre Procedimientos para el Trámite de Licencias de Importación, Código de Normalización y el Código sobre Subvenciones y Derechos Compensatorios, así como el Código Antidumping.

*“Un éxito evidente del GATT es la reducción de las barreras tradicionales de los intercambios, aranceles y restricciones cualitativas, la contrapartida sería el incremento de las medidas no arancelarias que comenzaron a ser reguladas mediante negociación de los códigos”.*¹⁵

Posterior a la Ronda Tokio, se pretenden afianzar los objetivos alcanzados en el ámbito del comercio internacional, ahondando en el Acceso de Mercado y en la incorporación de un nuevo acuerdo de relevancia en el GATT.

El GATT incorpora en la Ronda Uruguay el Acuerdo sobre el Comercio de Servicios, dando un paso muy importante en la globalización ya no sólo en el comercio de bienes, sino además en servicios.

*“En las negociaciones desarrolladas, el Acuerdo General Multilateral en Comercio de Servicios (GATS), llegó como una clara posibilidad, sino como un inevitable resultado.”*¹⁶

¹⁴ Tamames, Ramón. op. cit. p.134

¹⁵ De la Iglesia. op. cit. p.185

¹⁶ Tussie, Diana y Glover, David; “The developing countries in world trade”; Estados Unidos, Edit. Rienner, 1993; 266 pp, p.25

Cabe señalar, la gran relevancia de este acuerdo en el escenario económico internacional, al expandir el sector terciario principalmente de los países desarrollados hacia las zonas periféricas en los sectores de telecomunicaciones, audiovisuales, marítimos, transporte aéreo y en especial, el sector financiero, al acelerarse los acuerdos en materia de desregulación financiera.

Sin embargo, el acuerdo fundamental surgido de las gestiones de los 109 asistentes a la Ronda Uruguay y que sucedería en sus metas al GATT, se materializa en una nueva organización con alcance aún más grande, una visión de conjunto del comercio mundial en donde los países miembros continuarían respetando las normas establecidas por el GATT y en la cual se sancionarían las políticas comerciales de los integrantes.

“La idea de la creación de la OMC surge de la necesidad de conformar una institución moderna que administrara los novedosos acuerdos emanados de dicho proceso negociador. Esos acuerdos a diferencia de otros concretados en anteriores rondas no sólo involucran al comercio de mercancías, sino también al de los servicios, la propiedad intelectual y las inversiones en materia de comercio.”¹⁷

El Acuerdo General sobre Aranceles Aduanales y Comercio erigió las bases del comercio a escala global, al afectar sus resoluciones a la gran mayoría de las economías del mundo. El GATT, incorporó prácticas comerciales que propiciaban el incremento desmedido del comercio, favoreciendo principalmente el comercio de las compañías transnacionales. La importancia del GATT para el sistema financiero internacional implica la globalización de las transacciones comerciales que demandan mayor número de divisas y un mayor respaldo financiero para las operaciones comerciales de riesgo; en la medida en que el comercio ha superado fronteras, en la misma medida se ha globalizado el sistema financiero internacional con todo y sus instituciones. El GATT, reemplazado por la Organización Mundial del Comercio, en consonancia con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial han proporcionado una nueva visión del sistema económico mundial, en donde, el concepto de globalización constituye un elemento de homologación de actividades en el

mundo, incluyendo la esfera financiera, aunque, hay que denotar, que no todos los países están preparados para ello.

1.3 ORGANISMOS INTERNACIONALES

El proceso de globalización se ha visto agravado en la última mitad del siglo por la convergencia de diversos factores entre los que se cuenta la desregulación financiera, el incremento del comercio internacional y la existencia de una banca globalizada que en sí concentran los principales objetivos de los organismos internacionales, creados para dar secuencia a los esfuerzos por alcanzar un sistema de economías abiertas. Las instituciones financieras internacionales, en ese sentido, se han vuelto protagonistas del acontecer económico mundial.

*“Desde su fundación, el FMI ha venido funcionando como la piedra toral del sistema monetario internacional –aunque deje mucho que desear- del cual forman parte también el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento que condujo más tarde al establecimiento del Banco Mundial. Asimismo, se proyectó la Organización Internacional del Comercio, pues se decía que la moneda y el movimiento de capitales deberían fomentar y dinamizar el comercio internacional. En ese entorno se creó el GATT.”*¹⁸

Los organismos financieros internacionales han ocupado el lugar de policymakers al amparo de los intereses de los países industrializados, llamense Estados Unidos, Europa Occidental y Japón, estableciendo las reglas del juego financiero mundial.

Después de la 2ª Guerra Mundial, tras haber experimentado un periodo de recesión económica, caracterizado por la preminencia de economías cerradas, los países victoriosos de la contienda acuerdan instaurar un nuevo régimen económico internacional, basado en economías que tiendan hacia el liberalismo económico.

¹⁷ Mendoza Ortiz. op. cit. p.38

¹⁸ Borjón Nieto, José Jesús; Tesis **“Caos, orden y desorden en el sistema monetario y financiero internacional”**; México, UNAM, 1998; p.177

*“Estos últimos se impusieron totalmente, quedando demostrado que un sistema monetario internacional no se elige por lo acertado de su diseño, sino por el poder que lo respalda.”*¹⁹

La lógica seguida por las instituciones nacidas de los Acuerdos de Bretton Woods se ha sostenido intacta a la fecha: los intereses económicos de las grandes empresas transnacionales han impuesto la política económica del libre mercado como medio para incrementar su ganancia. En ese tenor, las instituciones financieras internacionales –Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial- principalmente, imprimen nuevas estructuras económicas a los países miembros, promoviendo la apertura de sus mercados y la implantación de nuevos esquemas financieros. La Organización Mundial del Comercio y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos coadyuvan en el mismo sentido al impulsar la apertura y homologación de políticas comerciales y económicas entre los países miembros.

El FMI y Banco Mundial sin duda alguna, han adquirido un especial papel en el establecimiento de la nueva economía global. El FMI ha modificado la estrategia económica para alcanzar sus fines en base a la nueva realidad internacional.

- a) establecer las normas del sistema monetario internacional
- b) prestar asistencia financiera a los países miembros en determinados casos y
- c) actuar como órgano consultivo de los gobiernos”²⁰

Si observamos, los principios con los que actúa el FMI hoy día, se mantienen idénticos a los enunciados en el Acta constitutiva de 1944, resaltando que ahora el FMI no establece continuar con un régimen de tipos de cambios fijos, pues a partir del abandono de los acuerdos de Bretton Woods, se deja a la libre decisión de las autoridades monetarias de cada país mantener un tipo de cambios fijo o flotante. Asimismo, para acceder a

¹⁹ Varela, Manuel y Varela, Félix; “Sistema monetario y financiación internacional”; España, Edit. Piramide, 1996; 189 pp, p.39

²⁰ Borjon Nieto. op. cit. p.178

financiamiento por parte del Fondo, se instrumentaron en la década de los 70' los Derechos Especiales de Giro (DEG), activo de reserva internacional utilizado por el FMI como divisa, la cual se calcula diariamente en base a una canasta de monedas. Los préstamos autorizados por el Fondo, en tanto sean más altos, mayores condiciones se les exigen a los gobiernos de los países, lo cual nos habla del altísimo impacto que tiene el FMI en las políticas económicas de los países deudores.

*“Su poder lo ejerció más bien sobre quienes no eran sus mandantes: los países subdesarrollados, de los cuales se convirtió en severo centinela para que adoptaran una férrea disciplina financiera.”*²¹

Por su parte, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, ahora Banco Mundial, ha enfocado sus esfuerzos en el desarrollo de los países subdesarrollados, tras haber logrado en la medida de sus posibilidades apoyar la reconstrucción de Europa y Japón, en la 2ª Posguerra. El Banco Mundial, en este contexto ha visto cuestionada su relación con el FMI, al apoyar proyectos de infraestructura en países pobres y por el otro, condicionar los préstamos al cumplimiento de obligaciones ligadas al FMI.

*“Como ahora, muchos se percataron en el Fondo, que ya no es posible mantener las viejas y profundas distinciones entre los reveses financieros a corto plazo y los desequilibrios de desarrollo a largo plazo que sirvieron para fundamentar la división del trabajo entre el Fondo y el Banco en el Tercer Mundo.”*²²

La lógica económica establece a los países con rezagos económicos como los más propensos a la inestabilidad financiera, por lo cual las actividades del Fondo y el Banco se entrelazan. Para algunos, la separación institucional es inútil, por más coordinados que se

²¹ Ibid. p.184

²² Feinberg, Richard E.; **“La actividad del Banco Mundial en el periodo de tránsito hacia un nuevo mundo”**; México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano, 1991; 237 pp. p.18

encuentren; en cambio, para otros, apartar a los dos organismos se justifica en el entendido de las actividades distintas (aunque ligadas) que realiza cada uno.

En la era de la globalización, el papel del Banco Mundial como impulsor del desarrollo económico, no ha de limitarse únicamente a otorgar créditos para fomentar la industria, desde una perspectiva ortodoxa del desarrollo, sino que debe ir más allá.

*“El Banco debe ser un estabilizador en la economía global, que trabaje para que se reduzcan los pronunciados giros de los flujos globales de capital que han desquiciado a tantas economías en desarrollo.”*²³

Si bien el Banco Mundial ha focalizado sus esfuerzos en el combate a la pobreza en los países en vías de desarrollo, a través de programas de fomento a la educación, la industria, etc., éste ha asumido una posición calificada hasta de dogmática en el concepto del desarrollo, a tal grado que tanto el FMI como el Banco han sido criticados por vulnerar la soberanía de las naciones al imponer criterios que corresponde a cada país decidir.

*“Las pretensiones del Banco Mundial de constituirse como el único poseedor de la verdad en economía del desarrollo deben, por tanto, contemplarse con suma precaución, pues representan sencillamente un intento de disfrazar lo que no son más que opciones ideológicas determinadas con razonamientos científicos presuntamente incontrovertibles.”*²⁴

Los objetivos y las estrategias del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial como organismos surgidos de situaciones de coyuntura, deben de ser replanteados, a fin de adecuarse a los nuevos escenarios internacionales que se presentan, dada su evidente incapacidad para prevenir y combatir con eficiencia los embates de una economía globalizada.

²³ Ibid. p.6

²⁴ De la Iglesia. op. cit. p.166

Otro organismo internacional que contribuye al fortalecimiento del nuevo orden económico globalizado corresponde a la Organización Mundial del Comercio (OMC), instaurado para suceder al Acuerdo General sobre Aranceles Aduanales y Comercio; la OMC busca dar continuidad a los acuerdos alcanzados hasta la Ronda Uruguay, en la que, con la firma del Acuerdo de Marrakech, se establecía la legalidad de la nueva organización. La Organización Mundial del Comercio, entre sus funciones encuentra:

“1. Facilitar la aplicación, administración y funcionamiento de todos los Acuerdos Comerciales Multilaterales derivados de la Ronda Uruguay, incluyendo los Acuerdos Comerciales Plurilaterales; 2. Servir de foro para las negociaciones comerciales multilaterales de sus países miembros tanto en aquellos asuntos incluidos en su ámbito de competencia, como en los nuevos temas que se decida tratar multilateralmente; 3. Administrar las normas y procedimientos para la solución de controversias comerciales; 4. Revisar periódicamente las políticas comerciales de los países miembros; 5. Lograr una mayor coherencia en la formulación de las políticas a escala mundial, mediante la cooperación con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.”²⁵

Las relaciones comerciales con el paso del tiempo se han ido incrementando y tomando relevancia internacional como elemento de estabilidad económica; de ahí la importancia que revisten las acciones de la Organización Mundial del Comercio, al establecer acuerdos sobre las políticas comerciales que se llevaran a cabo, con los correspondientes efectos que esto tiene para el desarrollo regional y local. La vinculación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial con la OMC no es circunstancial, desde el momento en que comercio y economía no se disocian, por el contrario, se complementan, al supervizar el Banco Mundial y FMI los efectos económicos y monetarios que tienen los intercambios comerciales en los países miembros.

²⁵ “Acuerdo que establece la Organización Mundial del Comercio” en **Diario Oficial de la Federación**, México, 30-Dic-1994, Tomo CDXCV, 1ª sección, p.27-32

*"Cada miembro otorgará a los proveedores de servicios financieros de cualquier otro miembro, el derecho de establecer o ampliar en su territorio, incluso mediante la adquisición de empresas existentes, una presencia comercial."*²⁶

Queda manifiesto de esta manera, las resoluciones que conjuntamente realizan los organismos internacionales, fomentando también el intercambio comercial, a partir de esquemas financieros. Asimismo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, reúne al club de países ricos (salvo excepciones como el caso de México) organismo que también colabora en la imposición de políticas económicas para sus países miembros, siendo el Grupo de los Siete, la organización que domina las decisiones de dicho organismo multilateral.

La OCDE toma relevancia internacional precisamente de la calidad de sus integrantes: es en el seno de este organismo donde se dirimen controversias monetarias, financieras y comerciales que impactarán al mundo por el peso económico de estos 7 países. La OCDE tiene como principales objetivos:

*"1. Promover el crecimiento económico sustentable, del empleo y un incremento de los estándares de vida en los países miembros; 2. Contribuir a la sana expansión económica tanto de naciones miembro y no miembros, los cuales están en proceso de desarrollo y; 3. Promover la expansión del comercio mundial en lo multilateral, con bases no discriminatorias en concordancia con los acuerdos internacionales."*²⁷

La concordancia de la materia que ocupa a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos no es ajena a la tarea de otros organismos de cooperación internacional, por el contrario podemos observar una similitud evidente con la Organización Mundial del Comercio, el Banco Mundial y el FMI.

²⁶ Ibid. p.19

Pero, el crecimiento económico sustentable no se produce por generación espontánea, es producto de un eficaz y equilibrado control de los componentes económicos y financieros, los cuales deben de reflejarse en una mejora de los diferentes sectores productivos; es por ello, que las acciones de la OCDE no se limitan a proponer políticas económicas, sino que abarcan otros ámbitos.

"Para la realización de los objetivos se requiere de un favorable clima económico, incluyendo el mantenimiento del virtual pleno empleo y un estado de razonable equilibrio en la balanza de pagos. En este sentido, la realización y mantenimiento de una sana economía puede necesitar de adaptaciones sustanciales en la industria y la agricultura, los cuales no pueden ser afectados sin resolver problemas de poder y política social, tecnología, ciencia y educación." ²⁸

De tal modo, la OCDE imprime nuevos escenarios económicos, sociales y culturales en los países miembros e incluso indirectamente en países no pertenecientes al órgano. Por último, existen otras organizaciones internacionales que secundan los objetivos del libre mercado, aunque su espacio de acción se circunscribe a espacios regionales, como es el caso del Banco Interamericano de Desarrollo, la CEPAL, la APEC, el Banco Internacional de Pagos, Mercosur, el Banco de Importaciones y Exportaciones, etc.

□ El Foro de Cooperación Económica del Asia-Pacífico (APEC), es un foro consultivo intergubernamental de carácter no institucional, en el cual se discuten temas de cooperación regional económica. APEC se creó en 1989 a iniciativa de Australia y Japón, celebrando una primera reunión ese año en Canberra con algunas de las naciones representativas del Asia-Pacífico. La misión de APEC se resume en: Apoyar el crecimiento y desarrollo de la región, contribuir a una mayor liberalización de la economía mundial, reforzar los efectos positivos resultantes de la creciente interdependencia económica y reducir las barreras al comercio de bienes, servicios e inversiones.

²⁷ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos: "OECD at work"; Francia, OCDE, 1964; 137 pp, p.4

²⁸ Ibid. p.5

Cada una de estas organizaciones responden a objetivos específicos de determinados grupos económicos, como el caso de la APEC que reúne a las principales economías del Pacífico y que tiene como objetivo principal el incremento de la cooperación comercial y de inversiones en los países miembros, caso similar al de la CEPAL, con zona de acuerdos en América Latina. Es de resaltar el auge de numerosas organizaciones multilaterales a partir de la necesidad de alianzas comerciales y financieras que posibiliten un mayor crecimiento económico de las regiones y beneficien en principio a los grandes cumulos financieros.

En síntesis, los organismos financieros internacionales han sido catalizadores de un desarrollo hacia fuera pero también impulsores de políticas coercitivas que en gran medida han vulnerado la soberanía de las naciones en un intento por abrir mercados al capital internacional, elemento este último fundamental en cualquier análisis sobre las tendencias que hoy rigen el orden económico internacional.

Las tendencias económicas seguidas en los últimos años se identifican a plenitud con los objetivos de apertura de dichos organismos financieros y comerciales, por lo cual resulta de vital importancia remarcar el papel y enfoque de las políticas financieras utilizadas en los últimos años. En el siguiente capítulo abordaremos las condiciones en que ha desembocado la estructura financiera internacional en cuanto a los requerimientos y sofisticación de los inversionistas para colocar sus capitales y las acciones emprendidas por el Estado para adecuarse a la nueva dinámica del mercado.

CAPÍTULO SEGUNDO. GLOBALIZACIÓN Y FLUJOS DE CAPITAL

2.1 MERCADOS FINANCIEROS Y GLOBALIZACIÓN

2.1.1 Tendencias internacionales

2.1.1.1 Política financiera

Dentro del nuevo orden económico mundial, la política financiera ha sido uno de los factores de principal relevancia en el acelerado proceso de globalización y uno de los que más ha impactado al mundo. Entendamos por globalización económica al proceso mediante el cual se libera gradualmente al capital de las barreras jurídico-administrativas nacionales, propiciando una creciente circulación del capital a nivel internacional y una mayor interdependencia económica entre las naciones, es decir, la estructura financiera y gubernamental se adecuan a las necesidades del capital. Es de señalar que la globalización como un proceso no es ciertamente nuevo, sin embargo, en las últimas décadas se ha vivido un auge importante debido a ciertos elementos que se analizan adelante.

La política financiera que priva hoy día se funda en la apertura de los mercados comerciales y paralelo a ello, en la aparición de una banca global y de intermediarios financieros que proporcionan al capital las vías necesarias para moverse de un mercado a otro. El sector financiero de cada nación ha perdido en tales condiciones soberanía ante la aparición de un mercado financiero más integrado a partir de lineamientos ratificados por la gran mayoría de los gobiernos mundiales e impulsados por las recetas macroeconómicas dictadas por los organismos financieros internacionales.

“La irrupción de crisis financieras en regiones emergentes, refleja la integración de un mercado financiero único cuyos flujos se interrelacionan sin límites de fronteras, pero donde cualquier desajuste suscita una gran turbulencia en todo el sistema financiero internacional”²⁹

En la presente estructura internacional, los lineamientos financieros señalan hacia la globalización de los mercados financieros, esto es, los mercados financieros nacionales son superados en su estructura y capacidades por un mercado financiero mundializado, lo cual

²⁹ Girón G., Alicia, op. cit. p.34

significa la pérdida de autonomía y capacidad de acción ante eventuales escenarios de crisis. Tal circunstancia nos lleva a pensar que otra línea financiera a presentarse refiere la integración ya no sólo comercial, sino incluso financiera, como el caso de Europa con la aparición del Euro, en la cual se observa además una mayor integración política y administrativa entre países.

*“El cambio estructural de los mercados financieros se manifiesta, entre otros aspectos, en la menor importancia de las fronteras nacionales y la ubicación geográfica como factores determinantes de la función financiera.”*³⁰

Queda clara la eliminación gradual de las fronteras políticas como límites a los flujos de capital y a la vigorización de los mercados financieros. El fortalecimiento de éstos últimos se ha vuelto en un hecho que no se discute, dada la importancia que estos tienen en el acelerado proceso de acumulación del capital. Mientras más fuertes, autónomos y globalizados se encuentren los mercados de capitales, más fructíferas pueden resultar las transacciones financieras. Por otro lado, los beneficios de la globalización financiera son importantes para el crecimiento y desarrollo de las economías nacionales, al aportar el elemento capital, indispensable para el fomento de la planta productiva, la estabilidad económica, aunque ciertamente, en condiciones adversas, esto es relativo.

*“La meta es crear bloques que permitan alcanzar beneficios mutuos en cuanto al crecimiento económico, así como una mayor presencia y competitividad en los mercados internacionales.”*³¹

Efectivamente, la política financiera de globalización conlleva beneficios de gran impacto para las economías nacionales y fundamentalmente para las operaciones de los grandes capitales internacionales, significando recursos frescos que compensan déficits en cuenta corriente. Sin embargo, la política financiera de apertura hacia fuera tiene efectos

³⁰ Ibid. p.38

³¹ Ortiz, Edgar; “Mercados de capital y el desarrollo e integración financiera en México” en Integración Financiera y TLC; México, Edit. Siglo XXI, 1995; 447 pp, p.45

igualmente funestos para las economías nacionales al impedirse en todo momento controles a los flujos de capital, así como apoyar criterios de desregulación financiera, los cuales limitan en gran medida a la administración pública en sus capacidades para afrontar los embates de mercados financieros altamente volátiles.

*"Algunos consideran para América Latina soluciones como el establecimiento de algún tipo de control de capitales o moratoria de la deuda, opciones que son inaceptables para la banca mundial y los grandes capitales."*³²

La volatilidad y la incertidumbre financiera son un fenómeno siempre presente en los mercados financieros internacionales. A partir de la fractura de Bretton Woods, la incertidumbre sobre la estabilidad financiera de los mercados internacionales de capitales se ha convertido en componente de especulación profundamente rentable. Sin embargo, la oportunidad que esto significa para los movimientos de capitales, no necesariamente repercute positivamente para las economías nacionales, proporcionando al sistema económico un cariz de indecisión ante fluctuantes movimientos del capital.

*"La globalización acelerada de los años recientes no ha conducido a la armonía, por el contrario es en sí misma un producto de la creciente discordia."*³³

Los criterios de política financiera mundiales establecen al mismo tiempo nuevos y novedosos instrumentos de ahorro e inversión, mejor conocido como proceso de innovación financiera. La creatividad en el sector financiero internacional es el resultado de la búsqueda de nuevos medios para agilizar la captación de capitales y su eficaz y eficiente utilización. Dentro de estos nuevos instrumentos encontramos a los mercados de futuros, opciones, derivados, entre otros, conocidos como servicios financieros.

³² Moncarz, Raúl; "Repercusión de la crisis asiática en América Latina" en Comercio Exterior; México, Bncomext, febrero de 1999, p.130

³³ Sweezy, Paul y Magdoff, Harry; "Globalization to what end? Parte I" en Monthly Review, febrero 1992

*“La desregulación y las innovaciones financieras, no sólo en los países en desarrollo sino también en los industrializados han tendido a generar fragilidad en los intermediarios bancarios. Los nuevos productos financieros ocultan los riesgos que entrañan y las actividades de supervisión se adaptan con retraso a menudo después de experiencias negativas.”*³⁴

Cabe mencionar además la plena disposición mundial ante la apertura financiera, implementada desde sus inicios por los países desarrollados, siendo precisamente éstos los primeros en recibir los beneficios de los movimientos de capitales y demás ventajas, en detrimento de una regulación gubernamental acorde al riesgo que esto conlleva.

*“La globalización resulta, pues, de la coexistencia de factores económicos y de marcos regulatorios que reflejen el sistema de poder prevaleciente en las relaciones económicas.”*³⁵

Siendo así, la división entre países desarrollados y subdesarrollados, lejos de matizarse frente a un proceso de globalización financiera, parece más bien acentuar las diferencias entre unos y otros, quedando acotadas las facultades de la administración pública en materia financiera. Del mismo modo, la política comercial ha incidido directamente en el camino que ha tomado la política económica y financiera internacional al afectar la estructura de producción internacional.

2.1.1.2 Política comercial

En el actual estadio económico, el papel del comercio internacional ha sido un factor de especial importancia en la conformación de la nueva estructura económica internacional y en el fortalecimiento de los mercados financieros.

³⁴ Mantey de Anguiano, Guadalupe; “Política monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles” en Comercio Exterior; México, Bancomext, mayo de 1999; p.447

³⁵ Ferrer, Aldo; “La globalización, la crisis financiera y América Latina” en Comercio Exterior; México, Bancomext, junio de 1999; p.529

Si consideramos a la política comercial como el conjunto de medidas de carácter fiscal y administrativo, tendientes a controlar, regular y verificar los movimientos de entrada y salida de mercancías y servicios³⁶, las transacciones comerciales han sido en ese sentido detonadores relevantes en la proliferación de los flujos de capital al requerirse cada vez en mayor medida, divisas, instrumentos de pago y financiamiento en los negocios de bienes y servicios.

“A esos procesos se suma la reorganización industrial, cuyo objetivo principal es la integración de cadenas productivas con una presencia creciente de insumos de distintas naciones, y pareciera que los mercados financieros acompañan a los de bienes y servicios.”³⁷

La globalización impone nuevos retos a las economías nacionales frente a un sistema económico, financiero, cultural y comercial cada vez más integrado. El proceso de globalización ha significado tras la influyente gestión de organismos internacionales impulsores del libre mercado, el mecanismo por el cual bienes y servicios, incluso financieros, han participado de los beneficios de la apertura comercial.

La política comercial viene a ocupar un espacio protagónico dentro del sistema económico internacional como elemento sine qua non para la estabilidad, el crecimiento y desarrollo económicos, resultando prioritario su correcto impulso por parte de la administración pública, toda vez que es ésta corresponsable, promotora y reguladora del comercio. La importancia del comercio internacional, radica en el papel que juega como estabilizador económico en el contexto de libre mercado. La doctrina del liberalismo económico prioriza la apertura comercial, argumentando que una mayor liberación de las fronteras, deberá necesariamente estimular la demanda y consecuente producción de bienes y servicios para la exportación, de ahí el creciente desarrollo del sector exportador en las economías nacionales.

³⁶ Ortiz Wadgymar, Arturo; “Introducción al comercio exterior en México”; México, Edit. Nuevo Tiempo, 1993; 261 pp, p.139

³⁷ Girón, g., Alicia; “Mutaciones financieras y crisis bancarias en el sudeste asiático” en Comercio Exterior; México, Bancomext, enero 1999, p.34

"A diferencia del proceso de sustitución de importaciones, se busca establecer una solida planta industrial exportadora." " 38

El actual modelo comercial fue configurado a partir de los acuerdos de 1947, año en el que se crea el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio, convenio en el cual se sientan las bases para impulsar el libre mercado, a partir de reducciones a los aranceles aduaneros y la implementación de la cláusula de preferencias comerciales, dando pie a un incremento en las transacciones y privilegiando en mayor medida el comercio de las empresas transnacionales.

Las firmas comerciales con presencia en diferentes países del mundo, se han visto acrecentadas de manera importante en los últimos 50 años, a tal grado que las ventas brutas de algunas de ellas son superiores al PIB de países en vías de desarrollo.

"37,000 sociedades transnacionales con sus 17,000 filiales dominan la economía mundial, 172 sobre 200 pertenecen a Estados Unidos, Japón, Francia, Alemania, Reino Unido. Entre las 50 más grandes 20 tienen su sede en Estados Unidos y 8 en Japón." " 39

Los intereses de las compañías transnacionales son satisfechos gracias a la política comercial del libre mercado, propiciando el libre movimiento de mercancías e incluso de capitales en todo el mundo, llevando a la dependencia, cada vez más creciente, de las economías nacionales sobre las decisiones de las multinacionales.

La preponderancia de intereses corporativos sobre intereses nacionales es cada vez más evidente en el contexto globalizador; la política comercial favorece en todos los sentidos la expansión y dominio de las multinacionales sobre cualquier otro considerando.

"Los Estados pierden el control de la economía de su propio territorio. Deben arreglarse con las grandes firmas, que no vacilan en entrar en

³⁸ Puyana Ferreira, Jaime; "Globalización, capital financiero especulativo y la crisis asiática" en Comercio Exterior; México, Bancomext, enero 1999, p.66

³⁹ Bartoli, Henri; "¿Mundialización o Hegemonía?"; México, p.113

conflicto con ellos desde el momento en que obstaculizan su poder mundial.”⁴⁰

Cabe señalar el papel que la Organización Mundial del Comercio ha venido desempeñando desde su creación en 1994, el cual consiste fundamentalmente en proteger los intereses de los grandes corporativos, a partir de decisiones que fomenten, propicien el libre tránsito de mercancías y servicios, eliminando hasta donde sea posible las barreras comerciales.

Al respecto, y con el apoyo de las instituciones financieras, se estimula e incentiva la conformación de uniones aduaneras y comerciales.

La consolidación del comercio internacional como promotor del desarrollo económico significa otorgar especial importancia a la política comercial de cada país, ya que de ella depende parte de la política exterior, incluyendo la política para atraer inversiones de capital. En las últimas décadas se ha observado una estrategia tendiente al abandono de los principios del Estado nación y a asistir a la integración de bloques económicos.

“La regionalización se presenta así como una respuesta fisiológicamente positiva frente al reto de una complejidad mundial que ya no puede ser regulada sobre la base de centros hegemónicos nacionales”⁴¹

La regionalización o conformación de bloques económico-comerciales explica en gran medida la situación presente en el proceso de globalización, en el cual los participantes en tal proceso no comparten las mismas condiciones de competencia, es decir, mientras que los países desarrollados tienen ventajas en el sistema económico, financiero y comercial, los países periféricos o en vías de desarrollo, se mantienen en un relativo status de marginación, toda vez que no son partícipes de plena consideración en las decisiones mundiales en esos sectores.

“Ha sucedido un proceso de triadización, entendiéndolo con ello el advenimiento en el corazón del proceso de mundialización, y a su escala

⁴⁰ Ibid. p.114

⁴¹ Pipitone, Hugo; “Los nuevos sujetos regionales: raíces históricas y reordenamiento mundial” en *Regionalismo y Poder en América: los límites del neorrealismo*; México, CIDE, 1996; p. 105

de configuración de relaciones de fuerza tal que la mayoría de los conjuntos económicos nacionales se reagrupan alrededor de tres polos cuyas fuerzas superan a las otras y cuyos capitalismos no son forzosamente concurrentes: Estados Unidos, Japón y Europa Occidental."⁴²

Gracias a la política comercial de libre mercado, el sector financiero ha visto afectado su campo de acción, abarcando cada vez más espacios en los mercados de capitales y ampliando su impacto en las economías nacionales, tanto que se puede afirmar que se vive un periodo de internacionalización del capital.

*"Visto en abstracto, el control económico a través del mercado funciona tanto mejor cuando menos restringida esté la movilidad de los factores capital (como capital en dinero y mercancías)."*⁴³

2.1.2 Globalización de los mercados financieros

2.1.2.1 Desregulación financiera

Si la política económica internacional mantiene la tendencia de la apertura de mercados, la globalización de los mercados financieros constituye el medio o instrumento por el cual el capital se internacionaliza, financia, invierte y reditúa ganancias y estimula en conjunción con la nueva estructura económica mundial la capitalización de las economías a partir de la liberalización de los flujos de capital.

En lo concerniente a la globalización de los mercados financieros, la desregulación financiera se ha erigido como recurso fundamental en la internacionalización del capital, de suerte que para ello se han atendido diversidad de factores involucrados.

La desregulación financiera la podemos definir como el proceso mediante el cual se allana el camino a los capitales a partir de la supresión de barreras jurídico-administrativas que rigen a la administración pública con el fin de permitir una participación más dinámica del capital en las economías nacionales.

⁴² Bartoli, Henry, op. cit. p.115

⁴³ Hein, Wolfgang; "El fin del Estado-nación y el nuevo orden mundial"; México, p.89

“El problema se plantea hoy de manera distinta que en previas crisis del modo de regulación. Se sabe que en estas siempre llega el momento en que los agentes más conscientes se preocupan por establecer un nuevo orden del capitalismo gracias al surgimiento de mecanismos sociales de regulación adaptados a las estructuras económicas emergentes. Estas se caracterizan por dos procesos de mundialización: la apertura total de las fronteras nacionales que permite los movimientos de capital y un nivel de concentración sin precedente.”⁴⁴

La eliminación de barreras jurídico administrativas al flujo de capitales especulativos se encuentra fuertemente ligada no sólo a la cuestión de leyes donde se abre la posibilidad de nuevas áreas en las cuales incursione la banca comercial o la cada vez más creciente participación de intermediarios financieros no bancarios (casas de bolsa, fondos de pensiones, mutualistas y seguros) sino que trasciende a otros niveles de política financiera y monetaria.

“Las causas directas de los crecientes flujos parecen estar más ligadas al retiro de los controles sobre la cuenta de capitales y a la introducción de una política monetaria restrictiva, a las privatizaciones, a los movimientos opuestos a las tasas de interés de otros países y a la diversificación de las inversiones nacionales.”⁴⁵

Prescindir de controles sobre los flujos de capital y replantear la política monetaria y financiera de una nación ha constituido una estrategia necesaria en la globalización de los mercados financieros.

Modificar la política monetaria a partir de la liberalización de las tasas de interés y de la eliminación de controles al tipo de cambio flexibiliza las operaciones para los

⁴⁴ De Bemis, Gerard; “Mundialización y crisis en Asia del Este” en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999; p.27

⁴⁵ Kregel, Jan; “Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods” en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999; p.7

intermediarios financieros, siendo las administraciones públicas de los gobiernos de los países quienes asumen los riesgos ante ataques especulativos al valor monetario. Cabe agregar, que es la administración pública la principal responsable en el manejo y control de las variables macroeconómicas que atraen a los capitales. Siendo así, en los países en vías de desarrollo, las tasas de interés han tendido a favorecer a los capitales en cartera con incentivos generalmente elevados, ante mercados financieros cada vez más competidos, mientras que los rendimientos al ahorro interno se mantienen por debajo de la tasa externa (entre otros aspectos por un ingreso insuficiente), deprimiendo el crecimiento del ahorro local y elevando por el otro la dependencia por el ahorro exterior. Por su parte el tipo de cambio, elemento fundamental en la política monetaria, fija la fortaleza de la moneda ante el exterior y establece la competitividad de las exportaciones. La dinámica financiera internacional vincula estabilidad de la tasa cambiaria con la entrada de capitales en cartera; mientras la estabilidad monetaria este garantizada los flujos de capitales continuarán ingresando; en el momento en que se presenten problemas en la balanza de pagos ya sea por un déficit en cuenta corriente o por un tipo de cambio sobrevaluado, el flujo de capitales se detiene y se invierte, agravando las condiciones monetarias, presionando al alza la inflación y las tasas de interés.

“En el marco de un perfil de mediano y largo plazos so los precios relativos los que reflejan el grado de competitividad de los factores de la producción y de los bienes y servicios que se comercian internacionalmente. Esa paridad, empero, se ve afectada bruscamente por las entradas y salidas de capital de corto plazo que obedecen a otra lógica: la de los movimientos especulativos, muy sensibles a los cambios en las tasas de interés y a variaciones mínimas del tipo de cambio.”⁴⁶

Con la exclusión de controles a los flujos de capital, los intermediarios financieros han potencializado sus cualidades como productores de ganancia; al observar crecientes márgenes de maniobra en operaciones financieras altamente riesgosas, los intermediarios

⁴⁶ Martínez, Ifigenia; “¿Es global la crisis asiática?” en Comercio Exterior; México, Bancomext, Enero 1999; p.24

financieros (bancarios y no bancarios) han buscado nuevas formas e instrumentos que eviten o disminuyan los riesgos financieros adquiridos y los trasladen al mercado, donde el sector público (administración pública) se verá obligado a intervenir en el mercado de deuda (bonos, cetes, etc.) con rendimientos atractivos a fin de evitar la fuga de capitales. Cabe añadir, la creatividad con la que trabajan los inversionistas institucionales para evitar a toda costa excesivos riesgos financieros y permitir mayores oportunidades de inversión y maximización de la ganancia para lo cual han profundizado en nuevos instrumentos de inversión, denominada innovación financiera.

“Las recientes innovaciones en los mercados internacionales de capital tienen el potencial de ampliar los recursos de los abastecedores corrientes de fondos a los países subdesarrollados. Estas innovaciones pueden también otorgar a los países en vías de desarrollo el acceso a los mercados internacionales de bonos.”⁴⁷

La innovación financiera ha incrementado las capacidades de inversión y reducción de pérdidas a los intermediarios financieros. Entre los instrumentos más conocidos en los mercados financieros encontramos a los Créditos de Vencimiento Flexible (FML), Instrumentos de Crédito Transferible (TLI) y más recientemente los Mercados de Derivados, donde el acervo de operaciones con derivados en diciembre de 1996 ascendía a 40 billones de dólares, equivalentes a 1.5 veces el producto total de la economía mundial. Opciones, futuros, los Certificados de Participación Ordinarios (CPO), los Global Depositary Receipts (GDRs) y los American Depositary Receipts (ADRs), son otros instrumentos agregados con la innovación financiera.

“El concepto de ADR fue creado y desarrollado por el Morgan Warranty, cuando los americanos comenzaron a desear invertir en diferentes

⁴⁷ Saini, Krishnan G.; “Capital market innovations and financial flows to developing countries”; USA, World Bank, 1996; Staff Working Papers 784

*mercados del mundo y ante la problemática legal para tener acceso a otros países*⁴⁸

La desregulación además de fomentar la innovación financiera al modificar la normatividad jurídica en la materia en las economías nacionales, reestructura la dinámica de los mercados locales, al eliminar prácticas monopólicas, principalmente en los países en vías de desarrollo, abriendo en ese mismo sentido la participación de inversiones extranjeras y presionando para la privatización de empresas. Podemos afirmar entonces que el proceso de desregulación financiera ha consistido en adecuar la dinámica del mercado local a las necesidades de los capitales internacionales, fomentando lo que conviene y eliminando lo que obstaculiza, aunque esto tenga en determinadas circunstancias graves efectos.

*“La globalización es por lo tanto, selectiva y abarca las esferas en que predominan los intereses de los países avanzados. La globalización esta enmarcada por un sistema de reglas establecido por los centros de poder mundial.”*⁴⁹

La desregulación financiera ha auspiciado además el desarrollo de una banca alternativa: las bolsas de valores adquirieron indiscutiblemente un nuevo rol dentro del mercado de capitales mundial al globalizar la mayoría de las operaciones en centros financieros bien definidos, llámese Nueva York, Londres o Tokio. Asimismo, las Casas de Bolsa desempeñan un papel vital en la emisión y compraventa de valores de todo tipo. Debido al rápido crecimiento de los mercados de deuda y a su creciente valorización, las casas de bolsa son cada vez más importantes para el sistema financiero y para el conjunto de la economía. En el mercado primario funcionan como diseñadores e iniciadores de nuevas emisiones, como avales y distribuidores, mientras que en el mercado secundario desempeñan el papel de “forjadores” de mercados al mantener inventarios y realizar operaciones de compraventa con los clientes, en el entendido de encontrar las mejores condiciones de transacción.

⁴⁸ Escamilla Lugo, Abel E.; “Régimen fiscal de los ADRs” en *Capital*; México, Año 7, # 77, Septiembre 1994

⁴⁹ Ferrer, Aido; op. cit. p.592

*"Los inversionistas internacionales no siempre están comprando las acciones para el largo plazo sino para fines de ganancia a corto plazo. Algunos saltan de un mercado a otro tratando de comprar acciones en bolsas de valores de países que se estimen subvalorizados y de vender acciones de bolsas de valores que se estimen sobrevalorizados."*⁵⁰

En la desregulación financiera, es claro el repliegue de la administración pública a actividades de mera supervisión, en tanto que para incrementar los ingresos en inversiones, la administración pública ha reducido las barreras administrativas, ocupándose del control cambiario y monetario en pro de la estabilidad inversionista.

2.1.2.2 Banca comercial

El papel de la banca tanto comercial como de desarrollo ha ido adquiriendo con el paso de los años especial importancia al promover la industrialización. Es la banca comercial, también llamada múltiple, universal o de primer piso la que ha proliferado, reafirmado y extendido sus actividades en las economías nacionales y en el mundo de manera gradual.

La estructura económica mundial ha posicionado a la banca comercial en un lugar preponderante al convertirse en la espina dorsal del sistema financiero y económico internacional; del buen funcionamiento de la banca a nivel local depende la estabilidad de las economías nacionales, de ahí que la administración pública tenga especial atención en ella; en ese tenor y dada la interrelación hoy existente en la economía mundial, un mal desempeño desembocará necesariamente en mayor o menor intensidad en una crisis sistémica.

"La tendencia hacia un sistema financiero más liberalizado, no ha sido sólo desarrollo. Más de 130 países han sufrido de episodios excepcionalmente costosos de problemas bancarios en las pasadas dos

⁵⁰ Pardee, Scott; "La globalización de los mercados de capitales" en *Mercado de Valores*; México, Nafin. Num. 2, Enero 1990; p.21

décadas, culminando en la crisis financiera de Asia del Este en 1997-1998. De hecho, el costo de resolver el fracaso bancario importa del 10, 20 y hasta 30 % del PIB en varios países en los años recientes."⁵¹

La globalización de la banca comercial ha beneficiado al sistema financiero mundial, facilitando las transacciones de capital, fungiendo como intermediario financiero y gestionando operaciones de diversa índole, desde prestador de un crédito hasta administrador de fondos, colocador y comprador de acciones, etc. Las actividades de la banca múltiple se han diversificado tanto como el marco legal, los adelantos tecnológicos, la innovación e integración financiera y comercial se lo han permitido.

*"A mediados de los años sesenta la actividad bancaria no representaba más de 1 % del PIB de todas las economías de mercado; en la actualidad constituye algo más de 80 % del mismo y excede con creces el volumen total del comercio internacional de todas las economías de mercado."*⁵²

La consolidación de una banca universal y globalizada ha sido un factor elemental en la integración del sistema financiero internacional y consecuentemente en un elemento que incide en la proliferación e importancia de los flujos de capital en cartera o especulativos. De acuerdo a Scott Pardee son 4 las razones que motivaron la globalización de los servicios bancarios: 1) Crecimiento del comercio internacional. 2) Creación de grandes redes de sucursales en el mundo. 3) Liberación de flujos de fondos y 4) Nuevas tecnologías.⁵³

La actividad comercial, es decir, la compra y venta de bienes y servicios entre países significa un mayor número de recursos económicos en movimiento. Las empresas transnacionales han de buscar los mejores escenarios económicos y sociales para invertir, lo cual exige obtener recursos frescos para financiar sus actividades productivas en lugares diversos, así como para depositar fondos que tengan como fin la inversión. Para las compañías transnacionales, el solicitar un crédito o depositar fondos requiere de realizarse

⁵¹ Barth, James R., Caprio Jr., Gerard y Levine, Ross; "Financial regulation and performance"; USA, World Bank, 1999; Policy Research Working Paper 2037; p.8

⁵² Puyana Ferreira. op. cit. p.65

⁵³ Pardee, Scott. op. cit. p.19

con una institución fiable, estable, que otorgue certidumbre a las operaciones, y si esto se puede realizar con una misma institución bancaria en diferentes latitudes del mundo, resulta aún más óptimo, de ahí el impulso hacia una banca multinacional e integrada.

“El rápido crecimiento del comercio internacional y la expansión de corporaciones transnacionales han actuado como un estímulo hacia una globalización progresiva de los mercados financieros. Más aún, con la liberación generalizada de movimientos internacionales de capital, la dinámica del comercio de los servicios financieros transfronterizos se ha equiparado a la del comercio de bienes.”⁵⁴

Tanto los flujos de capital especulativo como otro tipo de flujos ha sido un elemento indispensable para el financiamiento y perfecto funcionamiento y desarrollo de las grandes transnacionales, utilizando además como tesorero y administrador de esos recursos a una banca multinacional, cada vez más presente en las ciudades más importantes del orbe.

La apertura de sucursales bancarias en diferentes puntos geográficos del mundo es el componente físico de la globalización bancaria. El proceso de desregulación financiera, en el que se incluye la eliminación de barreras jurídicas a la participación activa de la banca transnacional constituye el medio por el que los grandes corporativos bancarios han asumido una intervención creciente en las economías nacionales. En este contexto, la liberalización de los flujos de capital ha promovido un mayor número y monto de transacciones financieras entre países, incrementando la competencia entre bancos por atraer a dichos flujos, a la vez que motiva una mayor vulnerabilidad de los mismos.

“En condiciones de una creciente competencia entre los bancos, estos se han enfocado a las inversiones internacionales para incrementar su rentabilidad del capital y su participación en el mercado. La creciente competencia en el sector bancario es la fuerza detrás de la cual se

⁵⁴ Armendariz, Patricia y Mijangos, Margarita; “Retos de la liberalización en el Tratado de Libre Comercio: el caso de los servicios bancarios” en *Integración Financiera y TLC*; México, Edit. Siglo XXI, 1995; p.281

encuentran los flujos de capital que son atraídos por los cambios en la política."⁵⁵

En la integración de un sistema bancario global cabe destacar el incremento ocurrido entre 1971 y 1996, lapso en el cual, los activos externos de los bancos comerciales crecieron de 149 a 8300 billones de dólares y la colocación de bonos internacionales, ascendió de menos de 9 billones de dólares en 1973 a más de 710 billones en 1996. Dichos montos han sido manejados en su mayoría en los grandes centros financieros del mundo; países como Estados Unidos, Japón, Inglaterra, Francia, Canadá, Italia, Alemania (Grupo de los 7) reportan la principal colocación de depósitos bancarios y bonos internacionales, por tal razón las principales colocadoras de bonos en el mundo tienen su origen en esos países.

Tabla 2.1 Principales firmas de asesoría financiera en el mundo 1995

| Lugar | Colocador | Valor (billones de dólares) |
|-------|---------------------------------|-----------------------------|
| 1 | Morgan Stanley | 149.2 |
| 2 | Goldman Sachs | 112.4 |
| 3 | Lazard Houses | 80.1 |
| 4 | C.S. First Boston/Credit Suisse | 79.9 |
| 5 | Lehman Bros | 64.8 |
| 6 | Salomon Bros | 61.7 |
| 7 | J.P. Morgan | 60.1 |
| 8 | Merrill Lynch | 48.3 |
| 9 | Bears Stearns | 45.7 |
| 10 | Baring Bros | 39.3 |
| 11 | SBC Warburg | 33.1 |
| 12 | Smith Barney | 26.5 |
| 13 | Schroeders | 25.1 |
| 14 | Rothschild Group | 24.9 |
| 15 | Donaldson, Lufkin & Jenrette | 22.8 |
| | Total | 689.6 |

Fuente: Smith, Roy C. y Walter, Ingo, "Global Banking"; USA. Oxford University, 1998; 486 pp; p.369

Siendo el Grupo de los 7 la organización de países más industrializados del mundo, las corporaciones bancarias que manejan el mayor número de recursos proceden del mismo modo de estos países, aunque se han presentado cambios en las posiciones que han ocupado las firmas a partir de la década de los 70', años en que se inició la desregulación bancaria en los países industrializados, dada la creciente competitividad entre las mismas. Esta situación obedece a circunstancias propias de la nueva dinámica del mercado; la diversificación en la cartera de inversiones obliga a los bancos a ser más rentables y

⁵⁵ Kregel, Jan. op. cit. p.7

eficientes en sus operaciones, a fin de capitalizarse y resultar más atractivos a los flujos de capitales; para ello realizan reestructuraciones que en muchos casos llevan a la fusión bancaria, esquema que ha propiciado un escenario cambiante en los activos bancarios.

Es de señalar la estrategia utilizada por los principales tenedores de activos bancarios como medio de expansión internacional; al sucederse crisis bancarias en algún mercado financiero, esperan la devaluación de los activos de esos bancos para así comprarlos o bien para presionar a la fusión y de este modo, tener presencia en aquellos lugares que son de interés.

“En un mercado financiero mundial integrado, las megafusiones de los bancos estadounidenses, con activos por 2.7 billones de dólares, permearán a las estructuras económicas y financieras de los países con crisis bancarias recientes y permitirán a aquellos recobrar la hegemonía perdida en los últimos lustros.”⁵⁶

Los flujos de capital en cartera adquirieron un papel nunca antes visto en el marco financiero internacional a partir de los acuerdos de Bretton Woods y se vigorizaron tras el rompimiento de dichos acuerdos. Tanto los flujos especulativos como la Inversión Extranjera Directa han aportado elementos en la promoción de la globalización bancaria, al requerir de intermediarios que administren su cartera de inversiones, incidiendo en la proliferación y difusión de los servicios financieros. Tal presencia se confirma al representar en 1981 la inversión de cartera el 19 % de la inversión privada total y el 53% en 1993.

“Hay pocas dudas de que sin la presión para aumentar la rentabilidad del capital no se habrían presentado los grandes flujos de capital y su desplazamiento a otros países. La competencia en el sector bancario causada por la desregulación debe entonces reconocerse como la principal causa de la crisis financiera.”⁵⁷

⁵⁶ Girón G., Alicia; op. cit. p.34

⁵⁷ Kregel, Jan; op. cit. p.11

Con la globalización o internacionalización del capital, el retorno se maximiza para los grandes inversores, utilizando para tal efecto las ventajas que otorga la desregulación financiera, incluida la desregulación bancaria y posterior internacionalización de la banca. Sin embargo, dichas ventajas para el capital especulativo integran al panorama económico de las naciones el status de riesgo, siendo el sector bancario uno de los más vulnerables. La experiencia en este sentido señala que mientras exista entrada de capitales, los bancos tenderán a fodearse en activos del exterior, lo cual indica la dependencia de los bancos ante un tipo de cambio fluctuante y fuertemente amarrado a los vaivenes de los flujos especulativos. De este modo, en 26 crisis bancarias estudiadas, 15 de ellas fueron precedidas por una liberalización del sector financiero en un lapso de 5 años a partir de iniciadas. Además, el análisis arrojó que aquella antecede 71% de las crisis de balanza de pagos y 67% de las bancarias.⁵⁸

Un elemento adicional a la globalización bancaria es el de las nuevas tecnologías, pieza sine qua non para eliminar hasta donde es posible la información asimétrica (insuficiencia en la información requerida para tomar decisiones financieras) sin la cual no se estaría en posibilidad de hablar de innovación e integración financiera global. La tecnología añade valor agregado a las inversiones internacionales de capital especulativo, maximizando ganancias y eficientando el trabajo de la toma de decisiones.

Para la administración pública, la globalización de la banca ha significado un nuevo reto dado que ahora tiene que regular empresas bancarias de alcance internacional, complicándose de manera importante su efectivo manejo. La administración pública por tanto, ha de estar pendiente de la estabilidad bancaria no sólo de las sucursales que se encuentran dentro de su competencia, sino también del conjunto de sucursales en el exterior, debido a que por ser banca internacional, cualquier trastorno en la institución repercutirá en las sucursales de nuestro país.

2.1.2.3 Desintermediación financiera

Si la intermediación financiera define la intervención de organismos bancarios y no bancarios en el manejo de carteras de inversión, la desintermediación financiera viene a

⁵⁸ Moncarz, Raúl; op. cit. p.128

restar trabajo a los intermediarios financieros bancarios. La desintermediación consiste en la utilización de medios directos de inversión para obtener un retorno, descartando los mecanismos tradicionales de financiamiento e inversión disponibles. El proceso de desintermediación financiera se inició fundamentalmente en los Estados Unidos hacia la década de los 70', periodo en el cual los fondos mutualistas, en particular los fondos del mercado monetario gozaban de libertad de ganancia, al estar exentos del tope en las tasas de interés que imponía a las instituciones de ahorro la Regulación Q de la Reserva Federal. Tal regulación mantenía al interés sobre depósitos de ahorro de dichas instituciones al margen de las tasas de interés del mercado, lo que convertía a los fondos mutualistas en un tipo de inversión altamente rentable a expensas de las instituciones depositarias mediante la combinación de mayor rendimiento y conveniencia. En consecuencia, los fondos de inversión obtuvieron grandes ganancias al atraer inmensas sumas de dinero sin recurrir a los bancos, generando importantes flujos de capital que buscaron nuevos espacios para la inversión en el exterior.

*"La valorización proveía técnica e instrumentos atractivos de modo que una porción creciente de las necesidades crediticias se esta satisfaciendo ahora en los mercados de capital directo, mientras que los bancos y otras instituciones depositarias dejan de ser intermediarios."*⁵⁹

Entendemos por valorización el intercambio directo de obligaciones entre el prestatario final y el prestamista, lo cual involucra la emisión de acciones, de bonos o de otros instrumentos financieros. De esta manera, la desintermediación financiera se significa con la valorización.

En este tema la administración pública se ha adaptado a las nuevas condiciones del mercado financiero, pues no únicamente se ha de regular la intermediación tradicional, sino que ahora ha de extender sus controles a los diferentes tipos de intermediación que el mercado ha establecido. De ahí que la administración pública será altamente adaptable.

⁵⁹ Swary, Izhak y Topf, Barry; "La desregulación financiera global. La banca global en la encrucijada"; México, FCE, 1993; 574 pp, p.385

2.1.2.4 Comercio e inversiones internacionales

La conjunción del comercio e inversión se ha hecho indispensable en la consolidación económica de los países dentro del proceso de globalización. Hoy día, los tratados comerciales han tomado características de necesarios y estratégicos, en especial para los países en vías de desarrollo, al conferir este proceso un reducto de inserción a la economía mundial. Así, en el camino hacia una integración económica se encuentran los subprocesos de integración comercial y financiera.

En las últimas décadas, la integración comercial se ha hecho presente a partir de la conformación de bloques comerciales en torno a centros financieros y comerciales altamente rentables y bien definidos, a saber, Unión Europea, Asia del Este y América del Norte, acuerdos en los cuales se manejan grandes volúmenes de capital, donde se transan la mayor parte de bienes y servicios del mundo, lo cual se refleja en el funcionamiento del mercado de divisas, en el cual de las transacciones diarias más del 60% corresponde a los operadores del Reino Unido y Estados Unidos y el 100% alcanza 1.6 billones de dólares, cantidad superior al PIB anual de toda América Latina.

“De las operaciones en los mercados cambiarios del mundo, 95% corresponde a movimientos financieros y sólo 5% a cancelación de transacciones reales de comercio de bienes y servicios e inversión privada directa.”⁶⁰

Si las transacciones en el mercado cambiario se han elevado de manera tan extraordinaria, ello refleja la evolución creciente de oferentes y demandantes por vender y solicitar divisas, las cuales son en su gran mayoría objeto de uso en operaciones fundamentalmente de carácter financiero. Esto marca la preponderancia del sector de inversiones en cartera y de otros instrumentos de inversión sobre operaciones de liquidación y negociaciones de bienes y servicios, aunque este 5% relacionado a cancelación de transacciones de bienes y servicios constituya más del 60% del comercio mundial.

⁶⁰ Ferrer, Aldo. op. cit. p.528

Pese a la aparente y escasa importancia del sector comercial dentro de las transacciones en el mercado de divisas, contrario sensu, es tan importante como lo son las inversiones, toda vez que la integración comercial antecede a la integración financiera. Los acuerdos comerciales incluyen además las reglas a las que se sujetarán las inversiones, flujos de capital que particularmente no son distribuidos de manera uniforme en todo el planeta, de acuerdo a las condiciones de rentabilidad y riesgo que presenta el mercado receptor.

“Los riesgos de cualquier inversión puede conceptualmente dividirse en 4 partes: un componente global (por ejemplo una recesión mundial), un componente nacional (por ejemplo, altos impuestos a la ganancia o condición política), un componente de sector (por ejemplo un avance tecnológico) y un componente específico de la inversión en particular.”⁶¹

La calificación del riesgo y la rentabilidad es un criterio siempre presente en toda inversión transnacional, más aún en la inversión en cartera, donde las ganancias o pérdidas suelen ser extremosas.

Los criterios de inversión tomarán como ya se mencionó consideraciones de carácter nacional, incluyendo la situación comercial del país; el factor comercial es un indicativo de la rentabilidad en un país: si el panorama comercial es propicio para el crecimiento económico, éste aportará certidumbre a las transacciones de capital y la lógica del capital siempre asegurará la supervivencia del mismo, buscando anticiparse a toda condición de riesgo que ponga en peligro el retorno. Siendo así, las inversiones sólo se realizarán en aquellos mercados con estabilidad económica y social, que aseguren tasas de retorno altas y con tendencias a formar economías de escala.

“En el crecimiento de los países en desarrollo se ha de ofrecer atractivas oportunidades de inversión y la integración permitirá la aceleración de la inversión, junto al aumento del ahorro doméstico con ahorro foráneo.”⁶²

⁶¹ World Bank; “Private capital flows to developing countries”; USA, World Bank, 1997; 406 pp, p.155

⁶² Idem

Ciertamente la conformación de bloques comerciales como medio estratégico para alcanzar mayores niveles de crecimiento, derivado del incremento en la oferta y demanda de bienes y servicios debe contemplar no sólo facilidades para la importación y exportación de productos, sino además los beneficios que reportará el acuerdo comercial para los países firmantes, si consideramos que las políticas de apertura comercial vienen validadas por organismos multilaterales como parte de las políticas de ajuste económico impuestas a los países en vías de desarrollo como respuesta a la crisis de la deuda en la década de los 80'.

*"Esta integración debe superar el simple ámbito comercial, para buscar la cooperación en el desarrollo de las inversiones, que es precisamente donde se pueden desarrollar y aprovechar las complementariedades. La cooperación económica debe ser definida de tal modo que las políticas multilaterales de los países socios desarrollen ventajas competitivas para todos los miembros."*⁶³

La experiencia en materia de comercio e inversiones demuestra que sobre los beneficios que tanto uno como otro sector puedan aportar a las economías, en especial a los países en vías de desarrollo por ser los más necesitados de financiamiento, se encuentran los intereses de los grandes flujos capitalistas. Prueba de ello es el predominio de los flujos de capital en cartera en América Latina, mientras que en Asia del Este la inversión que predominó hasta antes de la crisis asiática fue la inversión extranjera directa, lo cual entraña para los países latinos ocuparse por volver atractivos a sus mercados a las inversiones no sólo por el monto sino también por sus cualidades productivas.

*"Cuando la inversión en cartera o indirecta crece a una tasa mayor que la inversión directa surge un efecto negativo en las estructuras económicas internas."*⁶⁴

⁶³ Ortíz, Edgar; "Mercados de capital y el desarrollo e integración financiera de México" en *Integración financiera y TLC*; México, Edit Siglo XXI, 1995; p.45

⁶⁴ Girón, Alicia G.; op. cit. p.40

Aquí valdría hacer una acotación consistente en el costo beneficio del ingreso de los capitales en cartera a los países, en particular y por su mayor impacto en los países en vías de desarrollo. Todos sabemos que en un escenario de escasez de capitales, se hacen necesario atraerlos, aunque esto pueda tener un costo, a veces, muy discutido en función de que tanto hay que dar para recibir. Los inversionistas requerirán para invertir de ciertas condiciones que más adelante se estudian, teniendo en mayor o en menor grado (dependiendo de la eficaz esterilización) efectos colaterales a su ingreso como es la apreciación de los activos, aumento de circulante, apreciación del tipo de cambio y en consecuencia pérdida de competitividad en el exterior de las exportaciones nacionales, actividad toda ella, que neutraliza la administración pública. La estructura administrativa del Estado dedica de esta forma atención al aspecto de los acuerdos comerciales, siendo éstos un elemento prioritario en la apertura de mercados, como lo ha sido para México el TLC, afianzando aún más al país con las inversiones del exterior. La política comercial resulta pues en el eslabón para nuevos y mayores montos de inversión, lo cual, para un gobierno que carece de financiamiento es indispensable. La administración pública en este tenor le ha correspondido acordar los lineamientos y el seguimiento a que han de señirse las inversiones, resultando para los países subdesarrollados, en esquemas altamente desventajosos en materia de controles que eviten sobresaltos.

2.1.2.5 Nuevas tecnologías

Distintivo de la época actual es la utilización de instrumentos tecnológicos como parte de la vida cotidiana. Tal es su penetración y desarrollo en la actualidad que gracias a la tecnología el mundo está más integrado y más informado sobre el acontecer mundial; sin tecnología como la que hoy existe sería muy aventurado afirmar una globalización como la que se vive.

El uso de la técnica en las actividades productivas del ser humano ha potencializado las capacidades de crecimiento en las naciones.

“Definiremos por tanto la tecnología como un cuerpo dado de información y conocimientos que puede ser aplicable, sistemáticamente,

a la producción de bienes y servicios. La tecnología es por tanto, el núcleo central de la innovación, un proceso a su vez de carácter interactivo."⁶⁵

Tecnología e innovación financiera son el agregado vigente en las operaciones de los mercados de capitales, aportando competitividad, eficiencia y eficacia a las decisiones en bolsa. Las nuevas tecnologías permiten la difusión globalizada de la información; la transmisión de datos, imágenes y sonido se combinan en la red mundial de la información, internet, integrando a través de un ordenador, a los grandes corporativos y centros financieros del mundo, proporcionando noticias sobre los movimientos bursátiles, alta o baja de acciones, tasas de interés índices económicos, cotización de valores y en general condiciones del mercado financiero, a tal magnitud que la distancia geográfica es rebasada por la realidad virtual presente en las nuevas tecnologías computacionales, satélites, telefonía celular, etc.

"La integración y globalización financiera encaminadas hacia un mercado único, homogéneo, permanente y en operaciones 24 horas del día son fruto de la revolución tecnológica en las comunicaciones."⁶⁶

Los avances en materia de tecnologías en el campo de los mercados financieros permiten hablar de una globalización e integración más consistente de los mismos. Problemas como la información asimétrica son sustancialmente reducidos en la medida en que son identificados y transmitidos en fracción de segundos a través de redes proveedoras de información financiera y bursátil, como es el caso de los servicios de asesoría financiera de Dow Jones News/Retrieval, Estándar & Poors Stock Guide o de Value Line, además de contar con bases de datos que hacen las veces de administradores de carteras, con sólo oprimir una tecla para que un programa especial de clasificación de acciones identifique todos aquellos que ofrezcan una tasa de dividendos de 7% a un costo inferior a \$30 dólares por unidad⁶⁷, reduciendo fuertemente los costos de operación, al individualizar la

⁶⁵ OCDE; "Technology and the economy"; France. OCDE, 1999; p.16

⁶⁶ Girón, Alicia G.; op. cit. p.40

⁶⁷ Dreyfuss, Joel; "How to invest with your PC" en Fortune 1991

administración de las carteras de inversión, antes manejadas exclusivamente por especialistas institucionales.

“Las innovaciones logradas en el equipo electrónico han permitido el procesamiento y la transmisión de información y la terminación de las transacciones, a un costo mucho menor.”⁶⁸

Como hemos visto, el mundo financiero ha modificado su estructura en la medida en que la dinámica de los flujos de capital y su afán de lucro lo han exigido. La maduración constante y fugaz de las inversiones fundamentalmente en cartera mueven a los gobiernos nacionales a implementar una serie de medidas o “recetas” económicas que como señalamos van desde la desregulación económica, venta de paraestatales, astringencia presupuestal amarrado esto a la disciplina fiscal, y la disminución del Estado, todo ello enmarcado dentro de la esfera gubernamental. La administración pública en este espacio encuentra en su acción propia grandes dificultades para adecuarse a las nuevas condiciones del mercado, originando en el caso de las economías emergentes, carencia de capacidad en sus objetivos estabilizadores. Al respecto, en el capítulo 3 abordaremos la acción en materia económico-financiera de la administración pública frente a los movimientos de capitales de 1994 y 1999 y en el capítulo 4 los mecanismos utilizados por la administración pública mexicana para atender los requerimientos de los inversionistas que particularmente han sido poco eficaces para contrarrestar la volatilidad de los mercados.

Sin embargo, los inversionistas internacionales no sólo buscan adecuaciones en la esfera gubernamental, sino que inmersos en el proceso de globalización, utilizan diferentes indicadores económicos, políticos y sociales para radicar sus recursos. Todos estos indicadores son importantes para entender más detalladamente la lógica inversionista y cómo ésta presiona la acción gubernamental para atraer los recursos.

Con la tecnología moderna, la administración pública ha encontrado uno de sus mayores obstáculos para alcanzar la efectividad en la regulación financiera, toda vez que la velocidad que han alcanzado las transacciones hacen más difícil el seguimiento de los capitales, aunado esto a las numerosas formas en que pueden ser invertidos. La

⁶⁸ Swary, Itzhak; op. cit. p.536

administración pública ha permanecido, en cierto modo pasiva, debido a que internacionalmente no son aceptados o tolerados los controles de capital. Por lo mismo, las nuevas tecnologías han llevado a una relativa obsolescencia a los controles administrativos hasta ahora utilizados por las administraciones públicas.

2.1.3 Composición de los Flujos de Capital en Cartera

2.1.3.1 Características

En la dinámica de los flujos de capital internacional se reconocen únicamente dos tipos de capitales: la Inversión Extranjera Directa y la Inversión en Cartera o en Portafolios, cada una de ellas con características y requerimientos particulares en su naturaleza inversora. En el caso de la inversión en cartera, se manejan fundamentalmente 2 grandes mercados: el de dinero (corto plazo) y el de capitales (largo plazo). El mercado de dinero sirve para obtener mayor liquidez, mientras que el de capitales es un mercado dirigido a inversiones de un horizonte temporal mayor. Ambos mercados serán objeto de análisis en el capítulo 4, donde se enfocan al mercado mexicano.

La Inversión Extranjera Directa o IED se reconoce por ser altamente positiva para las economías nacionales, debido a que es capital que ingresa directamente al mercado nacional y se convierte en detonador de la producción, empleos y susceptible de ser gravada por el gobierno, esto es, se convierte en una fuente de ingresos gubernamentales. Simple y llanamente la IED se puede identificar con el establecimiento de fábricas, empresas que reeditarán en ingresos directos para la economía local. La IED es bien recibida en un país, debido a que el monto de capital que ingresa no es en exceso inflacionario, dado que tal aumento en la masa monetaria es compensado con la producción de bienes y servicios. Asimismo, los requerimientos de la IED se fundan principalmente en el mediano y largo plazo, de tal suerte que la evaluación del mercado donde se invertirá será calificado en base a la estructura económica en su conjunto, esto es, en cuanto a la perspectiva de crecimiento, tendencias inflacionarias, desarrollo del mercado, capacidad de consumo, elementos todos ellos considerados a más de cinco años.

Por su parte, la Inversión Extranjera en Cartera o Portafolios es cualitativamente opuesta, especialmente en sus requerimientos para invertir. Si bien, la Inversión en Portafolios no es nueva, si se ha fortalecido dramáticamente en las últimas tres décadas.

Podemos definir a la Inversión en Portafolios como aquel capital destinado a invertirse en valores (acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa). Un título de crédito es aquel en el cual se vende un valor o activo con el ofrecimiento de pagar al comprador el total pagado más un premio al vencimiento de este. El término de cartera surge de la diversidad de instrumentos en los cuales se pueden invertir un determinado monto de capital, con lo cual se forma una cartera o portafolio de inversión.

Respecto a los requerimientos de la Inversión en Portafolios, resulta de un complejo análisis de factores que simultáneamente se entrelazan para obtener el denominado riesgo-país. A diferencia de la IED, la Inversión en Portafolios considera y evalúa las condiciones del mercado (economía, política, paz social, etc.) en el corto plazo (no mayor a 1 año), por lo cual cualquier vaivén en los índices macroeconómicos (inflación, tasas de interés, crecimiento) así como sucesos político-sociales incidirán inmediatamente en el ánimo del inversionista. Cabe añadir además, la fuerte distorsión que aporta esta clase de inversión a la economía de cualquier país, debido a que por un lado ingresa liquidez al sistema financiero local, pero en contraparte, propicia la sobrevaloración de activos, incremento de la masa monetaria, presiones inflacionarias y cambiarias, que obligarán a la autoridad respectiva a esterilizar (neutralizar) dichos efectos; en adición, la Inversión en Portafolios tiene en su razón especulativa su más grande riesgo para la economía de una nación, al jugar a conveniencia con el futuro de un activo, por lo cual, no es una inversión que garantice su permanencia por un tiempo fijo en el mercado doméstico.

Como se observa, el gran cuestionamiento gira en torno a la Inversión en Cartera, por lo cual es objeto de esta tesis el analizar cada uno de sus componentes y condicionantes de manera más amplia.

2.1.3.2 Corto plazo

Los flujos de capital especulativo se han incrementado tanto en monto e impacto en los mercados financiero como en lo diversificado de los instrumentos con los cuales se movilizan y obtienen ganancias jugosas por sus colocaciones. La inversión de flujos de capital especulativo, también conocida como inversión en cartera permite a los grandes poseedores de capital, obtener retornos elevados, a partir de tasas de riesgo

proporcionalmente crecientes a la ganancia que se espera obtener. En el ámbito de habla inglesa se conoce como diversificación de portafolio, al permitirse en el mercado de capitales invertir en diferentes instrumentos.

De acuerdo al Banco Mundial, los flujos de capital en portafolio se integran por:

“bonos, acciones (comprendiendo adquisiciones directas en el mercado de valores, Recibos de Depósito Americanos – ADRs – y fondos locales) e instrumentos del mercado de dinero (como Certificados de Depósito – CDs –) y papel comercial.”⁶⁹

La temporalidad en el manejo de instrumentos financieros susceptibles de utilidad especulativa tiene la virtud de ser en la mayoría de ellos muy flexibles, líquidos. Para efectos del presente trabajo consideraremos entonces a las acciones (tanto comunes como preferentes) como los principales instrumentos de corto plazo, así como a las opciones de derechos, opciones de compra y venta, el mercado de futuros, opciones de futuros, certificados de depósito, papel comercial y Recibos de Depósito Americanos y Recibos de Depósito Globales.

Es importante señalar que la diferencia entre el mercado de capitales y de dinero no es clara y que por lo tanto los vencimientos y negociación de los valores son cambiantes, por lo que, una acción puede mantenerse de un corto a un largo plazo, perteneciendo así al mercado de capitales. En esta clasificación asumimos el criterio de la especulación como parámetro temporal de las inversiones, para identificar de ese modo los títulos de crédito más recurridos por los especuladores para obtener retornos rápidos y elevados.

- Acciones: Son instrumentos de inversión que representan cierto grado de participación en la propiedad de una empresa; cada acción simboliza una parte proporcional de la propiedad de la sociedad. Dentro de la inversión especulativa, el mercado de acciones es de los más fructíferos y rentables. Las transacciones en estos valores importan el 30% de los flujos en portafolio global, a comparación del 2% existente a comienzos de la década. Las acciones proporcionan la posibilidad de obtener un retorno por

⁶⁹ Williamson, John; “Issues posed by portfolio investment in developing countries” en **Portfolio investment in developing countries**; USA, World Bank, 1993; World Bank Discussion Papers 228; p.11

fluctuaciones en el precio de las acciones de una empresa, derivado esto por factores endógenos a la empresa como por condiciones propias del mercado y la economía. El retorno de las acciones especulativas es por lo general incierto, existe el riesgo tanto de obtener ganancias como de perderlas.

“En los 90' la emergencia de valores en acciones (como los recibos de depósitos) y los cambios regulatorios en los países receptores de esos flujos en portafolio hicieron más fácil para los extranjeros, adquirir partes de firmas en países subdesarrollados e hicieron posible el rápido incremento de flujos de inversión en portafolio en países subdesarrollados.”⁷⁰

- Opciones de derechos: Como su nombre lo dice consiste en una opción de comprar una parte de una acción de una emisión de acciones comunes a un precio inferior al precio actual de mercado y por un tiempo breve. Los derechos tienen un periodo de existencia de alrededor de 2 semanas y preservan valor en tanto instrumento de especulación en el alza o baja de acciones.
- Opciones de venta y compra: La comercialización de dichos instrumentos de inversión ha sido muy fecunda en la última década por los altos retornos posibles de obtener con esta clase de inversión. Su duración es de entre 30 días y hasta 8 meses. En el caso de la opción de compra consiste en un instrumento negociable que le da a su tenedor el derecho de comprar valores a un precio establecido en cierto periodo y la opción de venta consistirá en un instrumento también negociable que le permite a su poseedor vender el valor subyacente a un precio determinado en un periodo establecido. Su función especulativa radica en la fluctuación en el precio de las acciones. Las opciones de compra y venta se comercializan con acciones, índices accionarios, instrumentos de deuda, futuros financieros y particularmente sobre divisas, convirtiendo a este valor monetario en objeto de especulación de inversionistas.

⁷⁰ Gooptu, Sudarshan; “Portfolio investment flows to emerging markets” en **Portfolio Investment in developing countries**; USA, World Bank, 1993, World Bank Discussion Papers 228; p.52

“Las opciones sobre monedas extranjeras u opciones de divisas como se los llama comunmente, le proporciona a los inversionistas un medio para especular con los tipos de cambio o para resguardar carteras de divisas o valores extranjeros.”⁷¹

- Futuros de mercancías y financieros: Un contrato de futuro consiste en la compra de un compromiso de entrega de un producto a un momento específico y a un precio determinado. Los futuros tienen su origen en la necesidad de los demandantes de esos productos por protegerse de fuertes movimientos en los precios o bien como mero objeto de ganancia.

“Lo que por su parte le proporcionan los especuladores al mercado es liquidez, pues no operan con contratos de futuros por la necesidad de proteger su posición en la mercancía, sino simplemente para obtener ganancias de las oscilaciones de precio esperadas de un contexto de futuros.”⁷²

La comercialización de estos instrumentos se ha incrementado en proporciones nunca imaginadas, localizándose mercados de futuros en las principales bolsas del mundo. Se pueden comprar futuros de mercancías y de instrumentos financieros, sobre divisas, tasas de interés, índices accionarios. Los especuladores en el mercado de futuros concentran de esa forma sus esfuerzos en los movimientos de precios, en tanto llega la fecha de vencimiento del futuro. Si el precio de la mercancía sube, se vende el futuro con una ganancia; si el precio se espera tienda a la baja, se realiza una venta en corto, es decir, se vende el futuro al precio vigente, se espera a que caiga el valor de la mercancía para comprar nuevamente el futuro y obtener entonces una ganancia sobre la caída de precios; para ejecutar este tipo de operaciones es necesario comprar una opción de futuros.

⁷¹ Gitman, Lawrence J. y Joehnk, Michael D.; “Fundamentos de inversión”; México, Edit. OUP Harla, 1997; 871 pp. p.510

⁷² Ibid p.523

- **Certificados de Depósitos:** Son instrumentos de ahorro que implican la permanencia en depósito de los fondos por un periodo determinado. Si bien, los fondos invertidos en certificados de depósito pueden ser retirados antes de la fecha de vencimiento, es motivo de penalización económica, a través de un interés, dependiendo del periodo de inversión señalado inicialmente. Los certificados de depósito han incrementado su presencia en los mercados internacionales de dinero en la medida que se ha dificultado a las empresas lograr financiamiento a largo plazo.

“El acceso a los mercados internacionales de capital para entidades en países subdesarrollados ha sido también alcanzado a través de la emisión de certificados de depósito (CDs) y papel comercial, gracias a su alta liquidez.”⁷³

- **Papel comercial:** Son obligaciones a corto plazo sin garantía emitidos por sociedades anónimas de alta reputación de crédito. Su tiempo de vida es de entre 2 y hasta 270 días. Su retorno es comparable con el de certificados de depósito. Regularmente el papel comercial es adquirido por intermediarios financieros.
- **Recibos de Depósitos Americanos o American Depositary Receipts:** Son recibos negociables de acciones extranjeras con depósitos en una sucursal extranjera de un banco estadounidense. Un ADR puede amparar una acción o varias acciones; entonces cada unidad del ADR se denomina American Depositary Share (ADS). Los ADR tienen como característica operar únicamente en Estados Unidos, a diferencia de los Global Depositary Receipts, los cuales son similares a los ADRs, salvo que están autorizados para operar en otros mercados.⁷⁴

2.1.3.3 Largo plazo

Dentro de la inversión en portafolio o especulativa, se comprenden también instrumentos de inversión a largo plazo, es decir, aquellos con un periodo de vencimiento mayor a un

⁷³ Gooptu, Sudarshan. op. cit. p.50

⁷⁴ Ibid p.54

año. Es importante señalar, dado que estamos hablando de inversión en cartera, con respecto a la duración de dichas herramientas de inversión, que los instrumentos a largo plazo pueden convertirse en instrumentos a corto plazo, a partir de su venta en el mercado secundario, en el momento que el inversionista lo juzgue apropiado, por motivos externos o internos del medio. Como instrumentos de inversión especulativa en cartera se consideran los bonos, pagarés, warrants y fondos.

- Bonos: Son instrumentos de deuda a largo plazo (obligaciones) emitidos por empresas y gobiernos, los cuales ofrecen determinado retorno de interés más la devolución al vencimiento del valor nominal o pago inicial. Los bonos son instrumentos de deuda utilizados como medio de financiamiento emitidos por instituciones avaladas por algún tipo de activo, como es el caso de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, los cuales son un imán para los flujos de capital especulativo, por sus atractivos rendimientos y seguridad sobre el riesgo de inversión.

“Todas las obligaciones del Tesoro son de alta calidad, ya que están respaldados por el crédito y prestigio del gobierno estadounidense. Este hecho, junto con el factor de su liquidez, los ha convertido en títulos de uso muy extendido entre los inversionistas individuales e institucionales, tanto en Estados Unidos como en el exterior.”⁷⁵

Los bonos gubernamentales son instrumentos de deuda ampliamente utilizados por entidades y gobierno de todo el mundo, por su gran liquidez para financiar actividades diversas y están sujetos a calificación con base en notas, que señala la calidad en la inversión, en cuanto al contexto económico presente. Entre las principales instituciones clasificadoras de bonos se encuentran Moody's y Standard & Poors, mientras que existen otras compañías colocadoras de bonos en el mercado abierto como Morgan Stanley y J.P. Morgan.

El mercado de bonos se ha incrementado tanto como las necesidades de financiamiento de los gobiernos; según el Club de Negociadores de Bonos (Bond Dealers Club) de

⁷⁵ Gitman, Lawrence J. op. cit. p.356

1994 a 1996 se incrementaron las emisiones de bonos de 29 con un volumen de \$1.3 billones de dólares a 116 emisiones con un volumen de \$5.7 billones.

"El volumen comercial a través de Bondnet se incrementó mensualmente en promedio de \$37 millones de dólares en 1994 a \$676 millones en 1996, un incremento anual del 300%"⁷⁶

- Pagarés: Son obligaciones originalmente emitidas con un vencimiento de 2 a 10 años. Los pagarés funcionan del mismo modo que los bonos, al ofrecer un retorno de interés más la devolución del valor nominal; la diferencia entre ambos consiste en el vencimiento, siendo el caso de los bonos mayor a 10 años.
- Warrant: También conocidos como avales de suscripción, tienen vencimiento de 5, 10 y hasta 20 años. Los warrants son una variante de opciones, lo cual permite al tenedor el derecho de adquirir acciones de una compañía a un precio establecido; esta clase de instrumentos permiten obtener un retorno sólo en base al comportamiento del precio y la apreciación del capital, al carecer de derecho de voto, dividendos o participación alguna en la compañía.

"Debido a que los warrants implican costos unitarios relativamente bajos, poseen una volatilidad de precio mucho mayor a un potencial de generación de tasas de retorno también bastante superior a la inversión directa en las acciones comunes subyacentes."⁷⁷

- Fondos mutualistas: Son sociedades de inversión que invierten el dinero de sus accionistas en una cartera de valores diversificados, es decir, invierten el capital social en diferentes instrumentos de inversión. Cada fondo tiene un objetivo de inversión que determina su política de inversión (obtener el máximo posible de ganancias de capital o bien alcanzar un alto ingreso corriente). Dentro de los tipos más comunes de fondos están los fondos de crecimiento, de crecimiento e ingreso, de bonos, de dinero,

⁷⁶ World Bank 1997; op. cit. p.375

⁷⁷ Gitman.. op. cit. p.477

sectoriales, de responsabilidad social e internacionales. Cada categoría tiene sus propias características de riesgo-retorno y representa una importante variable en el proceso de selección de fondos.

*"El crecimiento de los fondos mutualistas al término de la última década ha sido dramático. En 1986, había 19 fondos en mercados emergentes y 9 fondos en mercados emergentes regionales o globales. Para 1995, estos se expandieron a 505 fondos país y 773 fondos a mercados emergentes regionales y globales. Inicialmente eran principalmente fondos de inversión cerrados, pero para 1995, alrededor del 50% eran fondos de inversión variables."*⁷⁸

- Fondos de pensiones: Son sociedades de inversión que invierten el capital social, producto de las aportaciones de trabajadores – convertidos en accionistas -, en una cartera de valores diversificados. Los fondos de pensión tienen como objetivo alcanzar los mejores rendimientos de su inversión, motivo por el cual, cerca del 40% de ellos invierten en los mercados emergentes. Casi la mitad de los fondos de pensiones son accionistas en fondos mutualistas y el resto da ordenes específicas a sus administradores. Menos del 5% de los fondos de pensión se manejan a si mismos. La mayoría de ellos invierten a través de fondos mutualistas para comprar en fondos globales (arriba del 50%) o en fondos regionales (23%). Sólo el 5% compra en fondos país. Regularmente los fondos de pensión invierten en acciones, aunque los fondos de pensiones más grandes, llegan a invertir en instrumentos de deuda. A pesar de integrar apenas el 2% de los activos en portafolios en mercados emergentes, los fondos de pensión tan sólo en los Estados Unidos ascienden de los \$50 a los \$70 billones de dólares.⁷⁹ En el caso de México, debido a la reciente institucionalización de los fondos de pensión, su monto es aún de poco peso en el mercado de valores local.

⁷⁸ World Bank 1997; op. cit. p.106

⁷⁹ Ibid. p.110

2.2 CONDICIONANTES INTERNAS DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN CARTERA

2.2.1 Elemento Riesgo – País

2.2.1.1 Factor económico

2.2.1.1.1 Política fiscal

Consideremos a la política fiscal como la herramienta fundamental de la administración pública para manejar ordenadamente otros instrumentos gubernamentales con el objeto de hacerlos racionales y con ello influir en la estructura de producción, en el ingreso nacional y en el empleo.

La política fiscal se refiere al uso que hace el gobierno de los impuestos (renta) y gastos con el propósito de alcanzar metas macroeconómicas. Impuestos, transferencias, gasto público y deuda pública son instrumentos utilizados por la administración pública para una mejor distribución del ingreso y la riqueza, satisfaciendo con ello necesidades básicas.

En cuanto a impacto en las inversiones foráneas, la política fiscal ocupa un lugar estratégico y estabilizador en el ámbito de la macroeconomía, vinculando variables como inflación, tasas de interés y tipo de cambio con política fiscal. Dentro del estadio macroeconómico es imposible considerar una variable como totalmente independiente, siendo necesario contemplar a todo un entramado de factores que inciden en la entrada y salida de flujos internacionales de capital especulativo.

Las inversiones en cartera por definición buscan los más altos rendimientos sobre sus depósitos, previo análisis de los diferentes elementos de riesgo para su retorno y permanencia. En este sentido, la política fiscal funge como instrumento promotor de las inversiones, otorgando certidumbre a los dueños del capital, asegurando estabilidad en las condiciones económicas, óptimas condiciones para la inversión (exención de impuestos) y seguridad en la obtención de elevados retornos, de ahí la relevancia que tiene para la administración pública un correcto manejo fiscal. En adición, la política fiscal participa además como instrumento equilibrador de los efectos turbulentos causados por la entrada de capitales a un país.

“La política fiscal cumple el papel de compensar los desequilibrios macroeconómicos, pero esos equilibrios son cada vez más impredecibles y el control sobre los ingresos y gastos públicos es cada vez menor.”⁸⁰

Dada la creciente integración experimentada en los mercados financieros en el mundo, el rol de la política fiscal en el escenario económico es cada vez más importante, pero a su vez más compleja y difícil de implementar efectivamente dadas las condiciones que aporta el componente de los movimientos internacionales de capital especulativo, consistentes en pérdida de soberanía en la implementación de políticas fiscales efectivas (elemento externo), el penoso proceso de aprobación presupuestal y en general de política fiscal que estimule la entrada de capitales (elemento interno) por parte de la administración pública.

El capital especulativo por las características antes mencionadas solicita para su entrada y permanencia en el sistema financiero de un país de altos niveles de certidumbre para sus operaciones lucrativas. Los distintos elementos o indicadores macroeconómicos han de mantenerse en condiciones óptimas, es decir, en niveles que permitan transacciones redituables y poco riesgosas; en ese sentido, la política fiscal coadyuva en el mantenimiento de una economía sana y en crecimiento, a partir del efecto multiplicador que tiene este instrumento gubernamental en la consecución de objetivos macroeconómicos.

“La función de la política fiscal llega a consistir en defender la estabilidad de las principales variables macroeconómicas en un contexto incierto e impredecible, determinado por un capital financiero autónomo.”⁸¹

La importancia que tienen los flujos de capital en la consecución de metas macroeconómicas es considerable, sobre todo para los mercados emergentes, debido al papel que ocupan como proveedores de divisas, de financiamiento y liquidez. Sin embargo, los flujos de capital especulativo tienen efectos no deseados por las autoridades económicas de los países receptores, problema que se agrava en economías desreguladas y de carácter

⁸⁰ Giraldo Giraldo, Cesar; “Nueva crisis fiscal” en *Crisis fiscal y financiera en América Latina*; Colombia, Edit. TM, 1998; 188 pp. p.123

⁸¹ *Ibid* p.141

emergente. Uno de estos efectos es el aumento del capital circulante con resultados inflacionarios para las economías. Dicho efecto es neutralizado mediante el mecanismo de esterilización de recursos a través de operaciones de mercado abierto, en el cual, la administración pública a través del Banco Central ofrece en el mercado, títulos de crédito (compra de deuda) con objeto de restringir el circulante, a tasas de interés más altas que en el mercado nacional e internacional, lo cual necesariamente implica un incremento en reservas internacionales ya sea en sus líneas de crédito o bien mediante colocación de divisas en bonos internacionales, mismos que rinden un interés generalmente más bajo que la tasa pagada por el Banco Central a los tenedores de instrumentos de deuda gubernamental nacional.

El mecanismo de esterilización incluye además de las operaciones de mercado abierto, a las transferencias de depósitos del sector público y a las restricciones en el crecimiento de crédito doméstico, todos ellos con miras a restringir el nivel de circulante, aunque con efectos indirectamente negativos y hasta recesivos para la economía (costo de esterilización).

“Desde que estas técnicas comparten el común objetivo de estabilizar el suministro monetario local, el análisis sugiere que los efectos macroeconómicos pueden ser completamente distintos.”⁸²

Considerando que cada economía guarda características propias por la dinámica de los factores económicos que se involucran, el producto obtenido por las acciones de esterilización variará en función de la credibilidad gubernamental y de las capacidades de la administración pública en materia económica, por tanto, la esterilización basará su éxito o fracaso en el mejor posicionamiento monetario, fiscal y cambiario de la economía; mientras la esterilización surta los efectos esperados, los trastornos macroeconómicos serán reducidos a fin de que los flujos especulativos mantengan su ingreso al mercado local. Asimismo, un elemento determinante en la buena marcha de la política fiscal como promotor de las inversiones, en especial en portafolio, refiere a la credibilidad gubernamental (administración pública) como condición necesaria y aportador de

⁸² World Bank 1997; op. cit. p.223

certidumbre para las transacciones. La confianza en las instituciones fiscales de un país toma trascendencia en el instante que implementa la política de base gravable, esto es, el catálogo de impuestos y el punto de exacción (taxation), mismo que repercute en el entorno productivo del país, con los consecuentes efectos en inversiones foráneas. La credibilidad gubernamental ha de estar fincada en ese momento bajo cimientos sólidos, en términos de finanzas públicas sanas, disciplina fiscal (fijarse metas macroeconómicas viables) y racionalidad en el gasto (renta=gasto).

“En definitiva, con la incorporación expresa de instituciones políticas y el comportamiento del político surgen nuevas cuestiones concernientes a la inconsistencia dinámica de las políticas monetaria y fiscal óptimas, la superioridad de las reglas frente a la discreción y el papel de la reputación de las autoridades en la credibilidad de sus planes.”⁸³

El factor de credibilidad gubernamental ha de ser una meta imperativa para las autoridades fiscales de un país, toda vez que la línea impositiva nunca es suficiente para solventar los gastos públicos, por lo cual se recurre al endeudamiento, caso particular de los bonos gubernamentales, los cuales requieren para su rápida colocación de una alta credibilidad en el gobierno fincada en su capacidad de pago.

Queda clara la ingerencia que la administración pública tiene en el correcto manejo del aspecto fiscal como promotor del desarrollo. Si la política fiscal es consecuente con los intereses de los inversionistas (exenciones, estímulos), los capitales continuarán fluyendo, caso contrario, la política fiscal puede volverse en un repelente por no proveer la seguridad en los ingresos gubernamentales necesarios para la estabilidad nacional. La administración pública queda entonces necesariamente vinculada a los intereses de los inversionistas.

2.2.1.1.2 Política monetaria y cambiaria

Un aspecto de gran consideración en la resolución de inversiones en portafolio precisa a la

⁸³ Arias Rey, Antonio y Sánchez Santos, José Manuel; “Política monetaria y política fiscal”; España, Edit. Pirámide, 1998; 347 pp, p.17

situación monetaria y cambiaria como elementos decisivos para colocar capital en cualquier mercado financiero.

La política monetaria alude al conjunto de instrumentos utilizados por la administración pública de un gobierno para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios y poder adquisitivo de la moneda, de ahí la prioridad de las autoridades en la materia por mantener niveles adecuados en la oferta y demanda de la base monetaria; por su parte, la política cambiaria es otra herramienta utilizada por las autoridades monetarias de un país que tiene por objeto mantener la competitividad de la moneda corriente o de curso legal respecto de otras monedas, actividad que incide directamente en el ajuste de la balanza de pagos.

Tanto la política monetaria como cambiaria son instrumentos al alcance de los gobiernos, útiles en la sustentabilidad económica, de la producción y de empleos. Para los inversionistas en cartera, un consistente trabajo gubernamental en el ámbito monetario y cambiario transmite certidumbre a las transacciones; el inversionista buscará en todo momento y en cualquier circunstancia reducir el riesgo directo o indirecto al portafolio. Una positiva variación en el valor monetario dentro del mercado cambiario enviará señales positivas a los inversionistas, quienes estarán más seguros de la estabilidad en el tipo de cambio, éste último factor fundamental en las avenencias que se deseen realizar. En caso contrario, se presentará un deterioro en la cuenta de capital, originado por fuga de capitales.

“La variabilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio desincentiva el financiamiento de largo plazo y obliga a los países en desarrollo a asumir los riesgos de la elevada movilidad del capital internacional que se materializan en crisis cambiarias y financieras.”⁸⁴

La solidez del tipo de cambio ha de estar fundado en una alta liquidez monetaria, en una balanza de pagos equilibrada, márgenes adecuados en cuenta corriente, inflación a la baja y en general de una política monetaria que coadyuve al sostenimiento en niveles óptimos de la base monetaria. En este sentido mucho se discute la viabilidad del régimen cambiario, es decir, el empleo de un tipo de cambio fijo o flexible⁸⁵, por parte de la autoridad

⁸⁴ Mantey.. op. cit. p.447

⁸⁵ IMF; “Approaches to exchange rate policy”; USA, IMF, 1994; 296 pp, p.13-35

gubernamental. Hemos de señalar, que tanto uno como otro ofrecen ventajas y desventajas ante mercados financieros altamente volátiles, sin embargo, la decisión de implementar alguno de ellos ha de considerar la situación económica del país, esto es, la condición financiera en la que se encuentra la nación, dado que cada régimen exige mayor fortaleza en un ámbito que en otro, como en el caso del régimen de tipo de cambio fijo, el cual requiere de un vigoroso sistema fiscal y financiero local que tenga la capacidad de encarar los choques especulativos externos. Asimismo, el régimen de tipo de cambio flotante o flexible exige indicadores macroeconómicos sanos, a fin de neutralizar la constante contracción monetaria provocada por los ajustes en la base monetaria.

*"Resulta obvio que ni un tipo de cambio fijo ni uno flexible puede eliminar los trastornos macroeconómicos originados por una repentina pérdida de confianza internacional."*⁸⁶

La conducción de la política cambiaria por parte de la administración pública habrá entonces de señalar las prioridades en materia monetaria para el país; por ejemplo si se requiere en un régimen de tipo de cambio fijo de ajustar una cuenta corriente deficitaria, procederá además ajustar el tipo de cambio real, con efectos contraccionistas para las reservas internacionales.

La política cambiaria significa de este modo un instrumento atrayente para los flujos de capital especulativo, en la medida en que el tipo de cambio sea considerado como competitivo. Si la percepción de los inversionistas hacia el tipo de cambio no es positiva, simplemente no invertirán más, empero, si se tiene la confianza en un tipo de cambio estable, la situación se invierte. Cabe añadir, que aún cuando las condiciones cambiarias ofrezcan un tipo de cambio estable, pueden presentarse escenarios de desconfianza injustificada en los inversionistas hacia el tipo de cambio.

Asimismo, la importancia de la política monetaria como imán de inversiones a corto plazo radica en su capacidad como promotor del crecimiento, incentivando a la inversión foránea y nacional y el ahorro. La autoridad monetaria (administración Pública) utiliza para sus

⁸⁶ Hausmann, Ricardo y Rojas Suarez, Liliana; "La volatilidad de los flujos de capital"; E.U. , BID, 1996; 112 pp, p.31

fines de estabilización económica y resguardo del valor monetario tres instrumentos esenciales en el sistema financiero local: tasas de interés, operaciones de mercado abierto y encaje legal. Cada una de estas herramientas son en sí mismas, condicionantes para la inversión y maduración del sistema financiero.

La tasa de interés tiene particular alcance al ser el premio otorgado al inversionista; en ese caso, el colocador extranjero tiene un trato diferenciado respecto del ahorrador nacional, al ofrecerse a aquel una sobretasa o spread, consistente en una prima de riesgo por tal inversión. El spread es aplicado principalmente a deudores periféricos, con tasas que oscilan entre el 1 y 8%.

“El análisis de la tasa de interés spread es más usada cuando existen depósitos en dólares. En ese caso, de esperarse depreciación puede ser aproximadamente por la diferencia entre la tasa de interés de la moneda corriente y la tasa de depósito en dólares.”⁸⁷

La tasa de interés es determinante en la inversión especulativa, esto es, mientras se otorguen tasas de interés más altas, el mercado financiero tendrá más entradas de capital, condición que ha de sumarse al análisis previo del resto de las condiciones macroeconómicas. Sin embargo, recibir flujos de capital en portafolio implica una labor de esterilización para el Banco Central, actividad que no siempre es plenamente efectiva. Dicha esterilización se realiza a partir de operaciones de mercado abierto, donde el gobierno emite bonos (deuda) en el mercado secundario, a tasas de interés más altas que a nivel internacional, con objeto de hacer atractiva la venta de bonos a los inversionistas institucionales.

El procedimiento de esterilización de recursos por parte del Banco Central o autoridad monetaria local ocupa un papel primordial en la continuidad de acceso a los flujos de capital, dado que de no realizarse una eficiente esterilización, acontecerán sucesivos trastornos en la balanza de pagos, por conducto de la demanda agregada y ajustes en el precio de activos, transmitiendo señales negativas a los inversores.

⁸⁷ World Bank 1997; op. cit. p.291

“El propósito de la esterilización es prevenir un cambio en la demanda de activos domésticos, causada también por un gran cambio en el precio de dichos activos, esencialmente para satisfacer el cambio en la demanda con una respuesta de suministro.”⁸⁸

Los efectos inmediatos a la entrada de capitales como es el agregado monetario, provocan a su vez presiones inflacionarias en la economía, originando una necesidad de astringencia monetaria. Son precisamente las políticas de restricción las acciones que apoyan los organismos multilaterales (FMI, Banco Mundial, etc.) como medida para contrarrestar efectos inflacionarios, aunque con resultados también limitantes para la producción.

Del mismo modo, el Banco Central utiliza el encaje legal como medio restrictivo al agregado monetario. El encaje legal constituye el diferencial entre los depósitos y los préstamos, es decir, el resultante de sustraer los empréstitos otorgados del total de ahorros, el residuo será el respaldo en la liquidez bancaria. Al respecto existen diferentes puntos de vista sobre la viabilidad de mantener altos o bajos niveles de encaje legal, puntos todos ellos derivados de las necesidades de liquidez de cada sistema financiero. Aquellos que pugnan por elevados niveles de encaje legal argumentan una mejor posición ante choques externos, situación que en contrapartida reduce los márgenes para trabajar el capital, principal argumento que manifiestan los detractores de altos encajes. Para estos últimos, el conservar bajos niveles de reservas bancarias y sus eventuales riesgos que implica se pueden compensar con una efectiva supervisión bancaria por la administración pública.

“Los defensores de los encajes legales elevados sostienen que un alto coeficiente de reservas internacionales y depósitos proporciona protección contra un movimiento especulativo contra la moneda, porque, si los inversionistas con activos líquidos en moneda local exigen dólares de E.U. del Banco central, sus demandas podrían satisfacerse sin perturbar los mercados de crédito locales.”⁸⁹

⁸⁸ Ibid p.208

⁸⁹ Hausmann. op. cit. p.67

Ciertamente, los elevados encajes legales favorecen la estabilidad financiera, sosteniendo equilibrios entre la oferta y demanda de dinero, sobre todo en episodios de fuga de capitales, aunque esto presione a los bancos a fondearse en el exterior.

De esta manera, la política monetaria y cambiaria, a través de sus diferentes instrumentos, ha de fungir como esponja ante fluctuantes movimientos en los mercados internacionales de capital para alcanzar políticas de estabilización macroeconómica, con el propósito de continuar siendo escenarios atractivos para los flujos, toda vez, que estos exigen un mayor control de las variables cambiarias y monetarias, debido a los elevados márgenes de riesgo con los que se manejan. Para ello, la administración pública se involucra en todo este proceso de toma de decisiones en materia monetaria y cambiaria; el Banco Central como parte de la administración pública responde en esa medida a las necesidades de la economía para evitar complicaciones, utilizando todos los medios disponibles, a menudo con un alto costo, para el balance público. De ahí la importancia de la administración pública en el correcto manejo de la política cambiaria y monetaria, pues en consecuencia se observará estabilidad económica que favorece a los grandes capitales.

2.2.1.1.3 Deuda pública

La dinámica de los mercados financieros mundiales y la creciente intervención e importancia de los flujos internacionales de capital especulativo ocasionan tensión principalmente en los mercados emergentes, dado que aún la estructura financiera que los conforma es inmadura e imperfecta, provocando con su entrada efectos no deseados en la base monetaria. Como ya se mencionó en apartados anteriores, el Banco Central en coordinación con la autoridad fiscal requieren de colocar mayores montos de deuda pública con el objeto de reducir el agregado de circulante. La emisión de deuda pública a través de bonos gubernamentales tiene como función 1) solventar el déficit público y 2) hacer frente al exceso de dinero a partir de esterilizar los efectos negativos de las inversiones.

Los bonos gubernamentales de los países emergentes han de ir acompañados de altas tasas de interés, situación que no requieren por ejemplo los bonos del Tesoro de E.U., porque compensan esa deficiencia de interés con mínimos riesgos y alta liquidez a la inversión.

La política de deuda pública en los países emergentes debe entonces reconocer su papel esencial en el desarrollo y estabilidad de la economía; de la correcta administración de la deuda se obtendrán iguales resultados. En este proceso, la cooperación entre autoridad fiscal y monetaria es esencial, en el sentido de dirigir sus metas hacia un mismo fin. Para tal efecto, el Fondo Monetario Internacional señala como medidas a alcanzar en materia de deuda pública:

“ · *La racionalidad en la coordinación, los objetivos de deuda pública y el alcance de convenios institucionales para llevar a cabo la coordinación.*

· *Estrategias para el desarrollo de mercados primarios para deuda gubernamental y su rol en el manejo monetario indirecto, con énfasis en aspectos técnicos de la coordinación en operaciones del mercado primario con otros instrumentos de control monetario indirecto.*

· *Estrategias para el desarrollo de mercados secundarios para la seguridad gubernamental y aclaración del rol del Banco Central.*

· *Convenio organizacional e institucional que apoye las operaciones monetarias y de deuda.*”⁹⁰

Queda clara la estrecha relación que debe existir entre las instituciones de la administración pública competentes en materia de deuda, en la consecución de objetivos económicos, tanto para focalizar los esfuerzos como para dar credibilidad a las acciones emprendidas.

Dentro de la política de deuda y para el éxito en la colocación de la misma es indispensable poseer el factor de confianza. La credibilidad en las instituciones monetaria y fiscal es fundamental en la correcta evolución de la política de deuda y económica en general. En principio, para colocar la emisión de deuda se requerirá de la certeza por parte de los inversores del buen pago en tiempo y forma del título de crédito adquirido; en otras palabras, el inversionista tendrá confianza en la capacidad de pago del emisor. De igual forma, dentro del periodo de vida del pasivo colocado por el gobierno, ha de mantenerse la

⁹⁰ Sundararajan, V. y Dattels, Peter; “Coordinating public debt and monetary management: institutional and operational arrangement”; USA, IMF, 1997: 419 pp, p.5

reputación de pago, a efecto de no enviar señales equivocadas tanto a los tenedores de bonos como a los potenciales inversionistas en cartera.

Para reforzar en este sentido la credibilidad de las autoridades monetarias, existe consenso a nivel internacional sobre la separación del banco central del aparato total de gobierno, con miras a garantizar la autonomía y neutralidad del banco ante las decisiones gubernamentales. Así, de determinarse la emisión de deuda, el banco central habrá en la misma medida de incrementar las reservas internacionales, para garantizar el pago puntual de la deuda. Por tanto, mientras el Banco Central conserve el carácter de autónomo, conservará además un mayor nivel de confianza por parte de los inversionistas extranjeros.

“Los convenios y reglas para el tratamiento de las ganancias y pérdidas del Banco Central serán importantes para mantener la autonomía operacional a través de la preservación del capital del Banco.”⁹¹

Las reservas internacionales ocupan un rol de autonomía y confianza dentro de las actividades del Banco Central; en tanto la institución mantenga su capacidad de gestión para regular su capital continuará la credibilidad institucional.

Otro criterio utilizado por los inversionistas en el ámbito de deuda pública refiere al grado de endeudamiento como índice sobre la capacidad de pago. Al respecto, el gobierno debe mantener en la medida de lo posible márgenes reducidos y manejables de deuda contratada y sobre todo, lograr una buena administración de la deuda, a partir de preferir deuda a mediano y largo plazo y tomando en consideración la naturaleza de la deuda (denominación y tasa de interés) como medida para evitar disparar el déficit fiscal y el deterioro de la balanza de pagos. La administración pública ha de administrar la deuda pública de manera que no presione en exceso los ingresos públicos y privados, para lo cual se auxilia del Banco Central, quien es también administración pública.

⁹¹ Ibid. p.11

2.2.1.1.4 Inversión y ahorro

La contextura financiera mundial posterior a la creación de Bretton Woods inició la vigorización de los mercados financieros, con resultados marcadamente positivos para los líderes mundiales.

La acumulación de capital para los países desarrollados se confirmó con la división internacional del trabajo, dentro de la cual, la industrialización provocó una mayor generación de rendimientos y por tanto mayor capacidad de ahorro y consecuente capacidad de inversión, en tanto que para los países en vías de desarrollo la insuficiente capacidad en la acumulación de capital significó la dependencia con respecto de aquellos. De este modo, la inversión y el ahorro constituyen un elemento generador de desarrollo, no siempre disponible para todos. Ambos elementos, como condicionantes de flujos en cartera se traducen en estabilidad de la balanza de pagos.

Un nivel elevado de ahorro situará al sistema financiero local en condiciones más favorables ante eventuales salidas de capital, así como en episodios de ingresos de capital, por lo cual el ahorro significa la condición idónea para recibir flujos en cartera. Un buen grado de ahorro se traduce como capacidad suficiente en la generación de riqueza. En el caso de los países en vías de desarrollo, la acumulación de capital se erige como un problema complejo de resolver para el gobierno y el sistema financiero local, obligando a las autoridades a tomar medidas para evitar la caída en el nivel de ahorro que agregue presión a la cuenta corriente.

“En la medida en que por diversas razones la inversión y el ahorro internos resulten inferiores al nivel socialmente óptimo, los responsables de la política pueden verse precisados a asegurar que el ahorro no disminuya en forma demasiado marcada durante el periodo de afluencia de capitales y que la inversión no disminuya en forma excesiva cuando los capitales internacionales se vuelven escasos.”⁹²

La carencia de capital en países subdesarrollados implica un desequilibrio en la cuenta correspondiente, toda vez que por lo general estos capitales son empleados en el

⁹² Hausmann. op. cit. p.26

financiamiento del déficit en cuenta corriente, derivado de la baja competitividad en las exportaciones.

La inversión de capital en cartera requiere de un entorno de tasas de interés y niveles de rendimiento positivos, con ventajas comparativas ante otros mercados, lo cual ha llevado al relajamiento de la política de ahorro en varios países en vías de desarrollo (profundizada además por deficiencias en el nivel de ingresos), priorizando de este modo la conveniencia del mercado por los flujos de inversión externos y por encima de una estrategia de incremento del ahorro nacional, fomentándose así la dependencia por el capital externo.

Pese a ello, la importancia del ahorro a nivel nacional no deja de ser fundamental como impulsor en la producción de bienes y servicios, sobre todo para aquellos países donde el ahorro continúa siendo uno de los principales recursos para el financiamiento de proyectos de inversión.

*"A su vez las filiales de las corporaciones transnacionales financian menos del 10% de la acumulación mundial del capital en fábricas, recursos naturales, infraestructura, agro, vivienda y servicios. En otros términos, más del 90% de la acumulación del capital en el mundo se financia con el ahorro interno de los países. En su inmensa mayoría, los gigantescos recursos financieros que circulan en la economía mundial no tienen relación directa con la producción, el empleo y el comercio"*⁹³

Frente a esta composición del capital financiero es de destacar, que siendo los países desarrollados los que aportan las dos terceras partes de la acumulación del capital en el mundo, la inversión de este remanente sólo se colocará en aquellos mercados que propicien su ciclo multiplicativo.

2.2.1.2 Factor político

Insertado dentro de los criterios en el riesgo de inversión del llamado riesgo – país, el factor político se suma a la variada lista de condicionantes por las cuales los flujos internacionales

⁹³ Ferrer. op. cit. p.530

de capital especulativo deciden invertir o no en determinado mercado. El papel del Estado como garante de las condiciones de rentabilidad y sobrevivencia del capital se mantiene como uno de los postulados fundamentales por el que se argumenta y defiende la existencia del Estado, de ahí la definición marxista del Estado como el capitalista colectivo ideal. La actividad política del Estado ha de focalizar sus esfuerzos hacia la consecución de objetivos tendientes a favorecer la actividad económica, en particular la referente a las inversiones, hoy por hoy, componente esencial de la globalización económica. La actividad política del Estado capitalista se erige así como un medio civilizado para alcanzar los objetivos de quien o quienes detentan el poder.

“Los Estados siguen siendo fundamentales incluso desde el punto de vista de la protección de sus capitales nacionales y multinacionales (transnacionales) porque, en última instancia el Estado es la estructura que asegura el mercado al capital y le protege de la competencia indeseada de otros capitales.”⁹⁴

La organización estatal ha modificado sus ámbitos de actuación, de suerte que en la época actual el Estado realiza sólo las condiciones indispensables para la sobrevivencia del capital por encima de cualquier circunstancia, incluso social y política. El Estado por tanto se ha desvinculado gradualmente del marco económico (salvo cuando los capitales requieren de su asistencia) y ha traspasado la barrera del nacionalismo para adquirir tintes más mundializados, supranacionales. Así, el Estado ha evolucionado en la medida en que se ha transformado la estructura económica internacional, ajustándose a las nuevas condiciones imperantes y afianzando el statu quo.

Los flujos de capital ahora internacionalizados utilizan al Estado como vigilante de sus intereses; en el caso de presentarse condiciones no propicias a la inversión, donde la incertidumbre aumenta el nivel de riesgo, es el Estado a través de la gestión política y su administración pública, quien deberá intervenir para restaurar las condiciones óptimas de convivencia política; cuando existe inestabilidad política al interior del Estado, ello

⁹⁴ Stay, Jaime, et. al.; “La globalización de la economía mundial”; México, Edit. Porrúa, 1999; 444 pp., p.53

significa malos precedentes para los inversores, quienes no aceptarán invertir en un escenario político carente de estabilidad y de legitimidad.

La estabilidad política es un elemento sine qua non como factor paralelo en la continuidad de los procesos productivos; si la lucha por el poder no se logra institucionalizar, si la dinámica entre los protagonistas políticos no favorece la unidad nacional y en términos generales si el estado impuesto no está garantizado por la vía institucional, en otras palabras, si el orden implantado no es respetado y entra en crisis, las condiciones políticas no prometen ninguna estabilidad a los mercados financieros, los cuales traducirán dicha inconsistencia política en desconfianza, ocasionando el deterioro en la entrada de inversiones e incluso la salida de los mismos. Un inversionista que realiza colocaciones en el mercado de capitales no puede conservar su inversión en un país donde el entorno político le es adverso, donde la incertidumbre hace inexacta cualquier expectativa de evolución política y de decisión en materia económica.

“La reforma busca, según el pensamiento neoconservador, quitarle al Estado la sobrecarga de demandas y responsabilidades que la sociedad le genera y plantea, y neutralizar con ello el riesgo de una crisis de legitimidad, que podría crear ingobernabilidad, caos y el riesgo de un conflicto social que afectaría no sólo al Estado, sino que podría transformarse en una revuelta antisistémica, es decir, en este caso concreto, antieconomía de mercado.”⁹⁵

La política como medio civilizado por la búsqueda del poder, plantea la oportunidad de alcanzar fines paralelos con la consecución de dicho objetivo. En este sentido, los intereses del gran capital internacional se ven altamente favorecidos con el ascenso de las nuevas democracias que permiten un velado ejercicio del poder a favor de aquellos.

La democracia tal cual se practica hoy día en la mayoría de los países del orbe, se constituye a decir de sus defensores como el tipo de gobierno más representativo e incluyente de la sociedad, por lo cual se le impulsa y defiende a tal extremo que el simple concepto de democracia alude condiciones de modernidad e igualdad. En tales

⁹⁵ Ibid. p.343

circunstancias, la estabilidad que la democracia aporta a la sociedad de un Estado, permite condiciones propicias de institucionalización del poder que apoyan un suficiente y rápido movimiento de capitales, pues la productividad de las empresas que compran y venden en el mercado de valores se encuentra en mayor medida garantizada y la estabilidad propia del Estado transmite confianza a sus transacciones en el mercado, de tal suerte que la democracia ocupa un papel de calmante entre los grupos de poder, enviando la idea de que todos los grupos son tomados en cuenta, cuando en la realidad se favorece sólo a ciertos grupos (el capital).

Es por esta razón que en los países industrializados, mismos de donde surgen los mayores montos de capital especulativo, las democracias han sido enarboladas como baluartes del desarrollo e impulsadas en el resto de las economías subdesarrolladas como modelo a seguir que maximiza la fuerza lucrativa de las grandes transnacionales y capitales en bolsa. En aras de la democracia, el Estado se repliega a labores de protección y regulación económica, en el postulado de que la propiedad privada tiene derecho al usufructo de los bienes y posibilidades económicas que produce una nación, de ahí que la concesión de bienes y servicios satisfaga al sector privado y esto se traduzca en apoyo al Estado y a su consecuente perpetuidad en el poder y estabilidad política que requieren los capitales. La democracia por tanto, es considerada por los inversionistas como un elemento de estabilidad para sus colocaciones; un país que es calificado como no democrático no asegura altos rendimientos por las pugnas políticas internas, por ello la urgente necesidad de algunos países por ser calificados como democráticos.

2.2.1.3 Factor social

Al igual que el factor político, el aspecto social es de gran consideración para los inversionistas en portafolio, siendo la condición imperante en el ámbito poblacional de un país un elemento de peso en la certidumbre y dirección de la paz social, necesaria para una eficiente labor productiva y financiera.

El factor social no se disocia del factor político: en tanto la naturaleza política secunde una rotación en el poder, políticas públicas orientadas al bienestar social, las cuales generen condiciones de vida aceptables para la población, el factor político visto desde la

perspectiva social estará aprobado. Contrario sensu, si el factor político no ayuda a la estabilidad social, pueden presentarse episodios de rebelión en porciones de la población que pueden generalizarse hacia otros sectores, tornándose riesgoso para la paz nacional.

Si en el sentir de la población se aprecia un desencanto por condiciones de vida no satisfechas, el Estado tendrá que atender a las demandas de la sociedad si desea evitar mayores niveles de descontento que pongan en entredicho su capacidad de gestión y legitimidad. Peticiones sociales no resueltas satisfactoriamente, producirán malestar e inconformidad.

Para los capitales especulativos, la paz social es un principio a considerar para el otorgamiento de certidumbre a las transacciones financieras; un mercado financiero que es agobiado por turbulencias económicas producto de la inconstancia en los procesos de producción por motivos sociales, huelgas, etc., no es un mercado rentable.

“Cuando menos en los países industrializados, el aseguramiento de un cierto nivel de vida fue en verdad compatible con una extensa movilidad internacional de mercancías y capital.”⁹⁶

Una labor política que acierte sobre criterios económicos y sociales equitativos e incremente el nivel de vida de la población asegura la paz social y en consecuencia se observará mayor confianza de los inversionistas para colocar sus capitales en operaciones financieras locales. La estabilidad política cimentada en el sistema democrático es signo de garantía para los capitales.

La cuestión política en una nación se encuentra fuertemente amarrada con el aspecto social, siendo la política el medio a través del cual la sociedad se organiza para satisfacer sus necesidades. La política juega entonces un papel importante dentro de la estabilidad social y en consecuencia también económica. Un país donde la sociedad no encuentra representatividad en el aparato estatal, provocará levantamientos que impactarán inmediatamente en la tranquilidad de los mercados. De este modo también observamos que la cuestión económica incide directamente en la paz social; una sociedad que carece de los satisfactores mínimos de bienestar exigirá mayores apoyos y condiciones para su

⁹⁶ Hein. op. cit. p.90

desarrollo. De no lograrlo, la cadena productiva se pone en riesgo al producirse descontento en la población.

2.2.1.4 Normatividad oficial

Ante el presente ambiente económico desregulado, los flujos de capital encaran mayores riesgos a la inversión, por la creciente exposición de los sistemas financieros a los choques externos que afectan directamente las expectativas de desarrollo económico de los gobiernos, mismos que tienen la oportunidad de estimular o desincentivar las inversiones menos productivas y más riesgosas como las inversiones a muy corto plazo.

Las acciones emprendidas por algunos estados, mediante disposiciones de índole administrativa tienden a controlar en cierta medida los montos y composición de las transacciones financieras para evitar con ello la formación de episodios especulativos que a la postre trasmitan presión a la economía de los países.

“Varios países imponen algunas restricciones a la internacionalización de los flujos de capital. Para algunos países estos son usados con la intención de bloquear la salida de capitales, o simplemente para incrementar la autonomía monetaria bajo tipos de cambio fijos.”⁹⁷

La utilización de disposiciones administrativas para regular los flujos de capital permiten a las autoridades económicas de todo gobierno mayor autonomía y efectividad en sus metas macroeconómicas; sin embargo, no siempre sucede así. Es importante resaltar que la decisión de imponer barreras jurídico-administrativas a los flujos de capital son resoluciones difíciles de consensar políticamente y con costos económicos variables, si consideramos en el caso de los países subdesarrollados la elevada carencia de capitales y la necesidad urgente de los mismos.

⁹⁷ Islam, Roumeen; “Should capital flows be regulated?; USA, World Bank, 2000; Policy Research Working Paper 2293; p.8

La legislación en materia de inversiones extranjeras contiene entonces la llave de entrada o salida a los capitales especulativos, así también como las restricciones y requisitos solicitados para su permanencia en el mercado financiero.

La normatividad oficial en materia de inversión en cartera se dirige esencialmente en la mayoría de los países con mercados financieros regulados a imponer topes en los montos de inversión a corto plazo, control de cambios y una política impositiva (taxation) inhibitoria de movimientos especulativos excesivos. Es justamente la herramienta fiscal el principal recurso gubernamental para controlar legalmente los movimientos de capitales a través de políticas recaudatorias más agresivas.

“El margen de las contribuciones puede exacerbar o aminorar los efectos de un boom financiero, aún pensando que no podría ser usado como principal herramienta de política para contener el boom.”⁹⁸

El marco legal en inversiones toma realce como atractivo o como repelente de un mercado financiero dado; de una eficiente y eficaz política de inversión se obtendrán mejores resultados para atraer capitales, de lo contrario, si los trámites legales, la política impositiva, etc. son demasiado burocráticos, los inversores optarán por invertir en otro mercado, caso particular el de los paraísos fiscales, zonas geográficas donde los requisitos administrativos y supervisión a los capitales es mínima.

Corresponde en este tenor a las administraciones públicas de cada país, la ejecución de la política normativa en materia de inversiones extranjeras y nacionales; de su efectivo ejercicio se obtendrá un mayor monto de capitales ingresados y en mejores condiciones de manejo en cuestión de estabilidad financiera.

La política jurídico-administrativa que norma a las inversiones debe sin lugar a dudas contribuir a la estabilidad financiera de las naciones y a la promoción misma de las inversiones, elementos ambos que antagonizan en el proceso de la globalización, es decir, por un lado, los gobiernos industrializados y emergentes, requieren de capitales para su desarrollo, sobre todo estos últimos, por lo cual buscan hacer atractivas a sus economías; en contraparte, las facilidades y simplificación jurídica y administrativa llevada a cabo con la

⁹⁸ World Bank 1997; op. cit. p.275

desregulación financiera, afecta la capacidad y controles de la administración pública para llevar a buen destino a la economía; el resultado deriva en ingresos de capital con frecuentes dificultades de seguimiento y control que originan inestabilidad económica en países como México. La normatividad es entonces el medio a partir del cual el gobierno mexicano o cualquier otro, puede minimizar los efectos de los movimientos financieros internacionales, aunque ciertamente, con alcances acotados.

Esto último será corroborado en el Capítulo 3. En adición, a lo que los gobiernos nacionales pueden hacer para atraer y controlar a los capitales, tenemos condiciones externas que se analizan a continuación.

2.3 CONDICIONANTES EXTERNAS DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN CARTERA

2.3.1 Tasas de Interés Internacionales

Con los flujos de capital especulativo como medios de financiamiento altamente fluctuantes en su volumen, el sistema financiero internacional se ha visto literalmente invadido por inversión especulativa, la cual rivaliza ahora con la inversión extranjera directa, diferenciándose una de otra en el plazo y los riesgos que implican para una economía. Característica especial de los flujos en portafolio lo constituye precisamente su propiedad especulativa, a decir de G. Shackle la especulación se puede definir como toda actividad económica fundada sobre previsiones disidentes.

La especulación en inversión de cartera puede tener diferentes puntos de origen, ya sea endógenos o exógenos al mercado financiero local, en particular en lo que se refiere a los mercados financieros imperfectos. Es de destacar dos escenarios presentes en el contexto de tasas de interés internacionales, a saber, mercados financieros de países desarrollados o perfectos y mercados financiero de países subdesarrollados o imperfectos, en los cuales, las principales tasas de interés mundiales son reguladas por las autoridades monetarias de los países industrializados. Si partimos del silogismo de los flujos internacionales de capital especulativo como cazadores de los más altos retornos posibles sobre un nivel de riesgo óptimo y si consideramos que las tasas de interés marcan el nivel medio de rendimiento sobre inversión, concluiremos que los flujos internacionales de capital especulativo

utilizarán a la tasa de interés como punto de referencia para obtener los más altos retornos posibles sobre de un nivel de riesgo óptimo.

Bajo esta circunstancia, los movimientos de capital especulativo se verán influenciados por las fluctuaciones en las tasas de interés internacionales, tomando en cuenta que un alto porcentaje de los flujos en cartera proviene de los países desarrollados; así también, las tasas de interés internacionales señalan la pauta a nivel internacional al basar su rendimiento en mercados altamente líquidos y estables.

“Los cambios en las tasas de interés en los Estados Unidos está entre los más importantes factores exógenos (en los mercados emergentes) que guían a los inversionistas a las economías emergentes en busca de altos retornos.”⁹⁹

La lógica de los inversionistas resulta en sumo caprichosa respecto a los criterios utilizados en la toma de decisiones de inversión, derivado de los diferentes niveles de riesgo aceptados y el volumen de retorno esperado. La decisión sobre invertir o no en el mercado de valores de un país requiere de un análisis pormenorizado de parte del inversionista (o bien a través de una empresa calificadora de riesgo), el cual integrará variables fundamentalmente internas y de ahí un comparativo de las perspectivas económicas de distintos mercados. Asimismo, las tasas de interés o rendimiento líderes en el mundo tienen un efecto propagador en el resto de las tasas de interés en el mundo, por lo cual, las tasas de interés de mercados periféricos ascenderán o bajarán su nivel en función de modificaciones a las tasas líder, a fin de no perder competitividad a los ojos de inversionistas institucionales.

“Los países en vías de desarrollo son más susceptibles a cambios en las tasas de interés internacionales porque los inversionistas extranjeros piensan en los mercados emergentes como inversionistas marginales.”¹⁰⁰

⁹⁹ Islam, Roumeen. op. cit. p.101

¹⁰⁰ World Bank 1997; op. cit. p.125

Resulta interesante reconocer la lógica y metodología empleada por el inversionista en la consecución de decisiones de inversión en portafolio, tomando en cuenta distintas teorías utilizadas al respecto. En el estudio sobre la paridad de tasas de interés, sobresale la teoría de anticipación, utilizada por los colocadores de capital, consistente en estudios econométricos, de corto y largo plazo con la intención de verificar la evolución próxima de las tasas de interés (que recordemos, es el principal indicador en la obtención de rendimientos sobre inversión), con el objeto de asumir las decisiones pertinentes para maximizar el retorno. La teoría de anticipación ha de apoyar su análisis en un mejorado sistema de información de riesgos.

“La teoría de anticipación muestra que la curva de rendimientos en una economía esta enteramente determinada por las anticipaciones de tasas de interés formuladas por los agentes.”¹⁰¹

De una progresiva eliminación de la información asimétrica, la teoría de anticipación será más eficaz en términos de mayores rendimientos al asegurar al inversionista datos reales y efectivos sobre la evolución de indicadores sobre la inversión que inciden en tasas de interés.

2.3.2 Efectos de Arrastre

En el capítulo precedente señalamos que en el nuevo escenario económico internacional, el capital financiero es un protagonista de gran peso como promotor del desarrollo y la producción en los países receptores.

Gracias al proceso de globalización económica, los capitales especulativos han saltado a la escena mundial como importantes inversionistas en mercados financieros estables, cada vez más vinculados entre sí por innovaciones tecnológicas y de negocios que los hacen crecientemente dependientes, en una especie de trampolín en el cual todos los mercados financieros se encuentran presentes y en donde cualquier movimiento se transmite

¹⁰¹ De Boissieu, Christian; “La structure des taux d’intérêt”; Francia, Recherches Phanthéon- Sorbone Université de Paris, 1976; 264 pp

inmediatamente a todos los participantes. Ciertamente, el impacto de crisis financieras no afecta de igual modo a todos los mercados –todo depende del lugar del trampolín donde se encuentren- sino que los efectos son diferenciados en base al grado de perfección alcanzado.

“El comportamiento del mercado frecuentemente se caracteriza por asimetrías en la información y por efectos de contagio. Los análisis del riesgo-país, que distan mucho de ser perfectos, a menudo adoptan el comportamiento de manada.”¹⁰²

Al referirnos a efectos económicos diferenciados nos acercamos al tipo de mercado afectado; cuando las crisis financieras se presentan en mercados emergentes, los trastornos económicos afectan mínimamente a los mercados financieros desarrollados, debido al grado de maduración y liquidez alcanzado. En sentido inverso, cuando existen factores que inducen a ajustes en los mercados desarrollados, esto inevitablemente se reflejará en un cambio en la disposición de capitales hacia los países emergentes, quienes se verán influidos de modo positivo o negativo, según sea el caso, en sus perspectivas de inversión, así como en su comportamiento económico.

En la dinámica de los movimientos de capitales especulativos, estos siempre se inclinarán por favorecer a su país de origen y si consideramos que más del 80% de las aplicaciones de capitales internacionales provienen de países desarrollados, entenderemos el elevado componente que tiene la evolución económica de los países industrializados dentro de la disponibilidad de recursos internacionales y con efectos inmediatos en el resto de los mercados mundiales.

“Este efecto de contagio que reduce bruscamente la liquidez de manera generalizada puede trastornar las economías de los países importadores de capital y desestabilizar al sistema económico y monetario internacional.”¹⁰³

¹⁰² Bujra, Ariel; “Una nueva respuesta a las crisis financieras” en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Septiembre 1999; año LIX, p.28-45

¹⁰³ Ibid. p.31

El efecto de arrastre puede o no tener relación directa con la causa que produjo el ajuste en la disponibilidad de capitales, es decir, los inversionistas pueden asumir los criterios de inversión de otros colocadores como propios. De esta manera, la decisión de ciertos inversionistas por invertir en un mercado de valores generará un efecto dominó positivo, por el contrario, si algunos inversionistas observan señales de incertidumbre y alto riesgo a su capital, saldrán de él y con ellos muchos más. De igual forma, frente a mercados financieros altamente integrados, ya sea por circunstancias comerciales o económicas, la situación de flujos de capital imperante en uno de ellos reeditarán en ventajas o desventajas comparativas para otros mercados; puede incluso afectar el ajuste de flujos especulativos a mercados financieros similares al que origina el movimiento, como fue el caso del Efecto Tequila en América Latina, aún cuando éstos últimos no tuvieron ingerencia en los hechos que originaron el ajuste.

"La turbulencia que se extendió de las economías asiáticas a los mercados emergentes ha estimulado la emigración de los capitales especulativos hacia destinos más seguros."¹⁰⁴

Ante periodos de crisis internacionales y por razones de seguridad, los capitales en portafolio preferirán en todo momento los mercados financieros que les ofrezcan certidumbre y liquidez. A este respecto, la administración pública ha de realizar una labor muy constante por minimizar hasta donde sea posible la fuga de capitales mediante el uso prudente de la política monetaria y cambiaria de deuda que ya analizamos. Es la administración pública la responsable de administrar y diluir los efectos de arrastre.

2.3.3 Ahorro e Inversión en Países Desarrollados

Para los inversionistas en cartera, los mercados emergentes o en vías de desarrollo son un recurso más de ganancias, sin dejar de privilegiar sus inversiones en los mercados

¹⁰⁴ Manrique Campos, Irma; "Origen y efecto de la crisis asiática en México" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Febrero de 1999; p.122

desarrollados. La colocación en mercados financieros imperfectos, siempre estará condicionada en su volumen y composición por la evolución en las variables económicas de los países exportadores de capital, situación que se localiza fuera de la esfera de acción de los países receptores de capitales.

La condición económica de los países desarrollados (los cuales manejan el 90% de las operaciones financieras internacionales) es decisiva en la disponibilidad de flujos internacionales. Variables como inflación, tasas de interés, paridad cambiaria, balanza comercial y niveles de ahorro e inversión son los referentes que indicarán la disposición de capitales para los mercados emergentes.

Niveles elevados de inflación, producirán astringencia de capitales en los países desarrollados, modificando la afluencia de capitales a países emergentes. Asimismo, la proporción de ahorro e inversión estará íntimamente ligada a variables como la inflación y las tasas de interés, siendo inversamente proporcionales entre sí. Al presentarse estanflación en países desarrollados, con el aumento de precios y alza en tasas de interés, el nivel de ahorro y crédito se verá afectado, mismo que incide en la capacidad inversora de los particulares, -hay que tomar en cuenta que la gran mayoría de los inversionistas en fondos mutualistas son particulares-. En un escenario de recesión, los industriales requerirán de mayores niveles de capital para financiar su déficit, lo cual significa incremento de colocaciones en mercado de capitales.

Cabe mencionar de acuerdo a estudios realizados por el Fondo Monetario Internacional, que contrario a lo que se podría esperar, el proceso de globalización y de integración financiera no ha influido en el grado de ahorro e inversión de los países del mundo, lo cual significa que los ahorros no son utilizados necesariamente en la compra de activo fijo (inversión), favoreciendo la formación de burbujas especulativas.

“El paso de mercados financieros reprimidos a otros cada vez más desregulados no ha significado una mayor eficiencia en el financiamiento de la inversión, ni tampoco una tendencia al aumento del ahorro privado.”¹⁰⁵

¹⁰⁵ IMF; “World Economic Outlook”; USA, IMF, 1998

Los resultados obtenidos por el estudio del Fondo Monetario Internacional refleja así la cada vez más estrecha disponibilidad de capitales, especialmente para aquellos que no cuentan con el suficiente ahorro para financiar sus actividades productivas.

Frente a este tipo de escenarios, la administración pública de mercados emergentes tiene poco espacio de acción, pues es un factor externo que se encuentra fuera de su competencia; lo único factible para la estructura gubernamental ante la escasez de recursos es la astringencia presupuestal o bien la contratación de más deuda.

2.3.4 Condiciones Comerciales de la Región

Un elemento más que influye en la atracción de capitales en cartera hacia un país determinado lo constituyen las relaciones comerciales que el país guarde con sus vecinos o principales socios comerciales con los que transe bienes y servicios.

En la actualidad se observan procesos de integración económica que vienen asociados a acuerdos bi o multilaterales de libre comercio, factor este que impulsa un mayor intercambio de capitales por el incremento de inversiones que conlleva una mayor libertad en el comercio. El hecho de alcanzar una mayor integración comercial tiene, sin duda alguna, beneficios –diferenciados- para cada uno de los socios comerciales, entre los cuales se identifica una mayor capacidad de exportación y especialmente una liberalización de las cuentas de capital, proporcionando crecientes oportunidades a los inversionistas para colocar capitales en el mercado de valores que generen elevados retornos.

Sostener relaciones comerciales estrechas con otros países tiene además la ventaja comparativa de acelerar los procesos productivos al incrementarse la demanda, generando con ello empleo y crecimiento, a su vez, elementos necesarios para el desarrollo y la estabilidad económica y social de un país, mismo que se verá por ello favorecido con la simpatía de los inversionistas en portafolio.

“Es evidente que un fuerte crecimiento de la inversión, de las habilidades de la fuerza de trabajo y del comercio es crucial para lograr periodos muy largos de desarrollo económico sostenido.”¹⁰⁶

Ejemplo claro de condiciones comerciales en la región como condicionante exterior de los capitales especulativos lo compone el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, donde México se ve socorrido por los capitales en cartera por la influencia que el mercado estadounidense tiene sobre la economía mexicana y sus perspectivas de crecimiento que le imprime. En suma, una mayor integración comercial tiene como consecutivo una liberalización de los mercados financieros, lo cual convierte a los integrantes de la región en atractivos prospectos para los inversionistas.

¹⁰⁶ Michalski, Wolfgang; “La dinámica económica del siglo XXI: perspectiva de un nuevo boom prolongado” en *Mercado de Valores*; México, Nafin, Diciembre 1999; p.117-123

CAPÍTULO TERCERO. LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN LA ECONOMÍA MEXICANA (1994-1999)

3.1 POLÍTICA FINANCIERA DEL PRESIDENTE SALINAS

Carlos Salinas de Gortari, presidente de México de 1988 a 1994 presidió un gobierno que fortaleció todas aquellas acciones gubernamentales tendientes a abrir la economía nacional, mediante la profundización del proceso privatizador de paraestatales, alianzas comerciales y en general de un proceso de desregulación económica, iniciado ya por el anterior presidente Miguel de la Madrid Hurtado.

La política económica del presidente Salinas evocaba dos objetivos fundamentales: productividad y competitividad, conceptos que en principio aducían un periodo antecedente de modernización e igualdad de condiciones productivas que fungieron en todo momento como directrices del resto de la política económica salinista, prueba de ello se constituyó en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, propósito enmarcado en el Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo (PECE).

*“La creación de una zona de libre comercio entre México, E.U. y Canadá es congruente con la estrategia de modernización económica del país, orientada a la elevación permanente del nivel de vida de la población”.*¹⁰⁷

La política comercial implementada con el presidente Salinas es importante para comprender la política financiera del mismo, pues con base en los alcances de la política comercial se formulaban las metas financieras de dicho gobierno.

De esta manera, la política financiera salinista buscó modernizar la estructura financiera del país, mediante la eliminación de restricciones en la asignación de créditos que se tradujeron en menores costos de intermediación y en la determinación de las tasas de interés por parte del mercado, la privatización bancaria y la sustitución en 1989 del encaje legal por un

¹⁰⁷ “Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo” en *El Mercado de Valores*; México, Nafin, Año LII, #21, Nov. 1992; p.5

coeficiente de liquidez de 30% sobre la captación de moneda nacional, mismo que se eliminó en 1991. Estos elementos señalados que constituyeron buena parte de la desregulación financiera mexicana permitieron la liberación de recursos para el financiamiento de la actividad productiva y promovieron la innovación acelerada de instrumentos y operaciones financieras con miras a hacer más atractivo al mercado nacional frente al exterior.

Hilado al anterior párrafo, encontramos el ahorro nacional, mismo que enfrentó graves problemas de 1988 a 1994, debido a la sobrevaluación del peso, al incremento del poder adquisitivo que permitió una mayor importación de bienes de consumo y una ampliación del crédito. Ello redundó en una caída del ahorro privado nacional del 22 al 15% del PIB entre 1988 y 1994, cifra que contrasta con el crecimiento del ahorro externo que en el mismo periodo creció del 1.3 al 6.7% del PIB, ahorro que se dirigió fundamentalmente a sustituir al ahorro interno y financió el déficit de cuenta corriente. Tal caída en el ahorro interno era esperable ante una política económica y financiera que apostaba a un tipo de cambio semifijo y una política antiinflacionaria con miras a fortalecer a las grandes exportadoras nacionales y empresas extranjeras.

La estrategia monetaria dio énfasis a una política agresiva contra la inflación, de hecho, el sexenio salinista se caracterizó por priorizar la reducción de la inflación a partir de una política de astringencia económica, contraccionista, de austeridad presupuestal, pero fundamentalmente a través de un tipo de cambio semifijo. Un tipo de cambio estable (con sacrificio de reservas) aseguraba la disminución inflacionaria al tiempo de pactos económicos con los diferentes sectores productivos que condicionaran el alza de salarios y una limitación del crédito interno que contuviera el alza de precios.

"La política monetaria se ha orientado en todo momento a evitar una expansión del crédito primario pues, de darse ésta, generaría presiones inflacionarias adicionales."¹⁰⁸

Ciertamente, la decisión de aplicar una política monetaria y cambiaria antinflacionaria tenía

¹⁰⁸ "Política monetaria para el periodo abril-diciembre de 1994" en *Mercado de Valores*; México, Nafin, # 7, Julio 1994, p.22

como fin hacer más atractivo al país a las inversiones extranjeras; en ese sentido podemos afirmar que la política salinista tuvo éxito, así lo demuestra la reducción de la inflación a casi un dígito y el incremento considerable en la afluencia de capitales internacionales, en especial en cartera, mismos que en 1993 registraron un monto record por 28,919 millones de dólares, situando a México como uno de los mercados emergentes más favorecidos por la voluntad capitalista.

“La estrategia económica que se ha seguido en el país a partir de finales de 1987, ha puesto especial énfasis en el abatimiento de la inflación. Sin embargo, de lo anterior no se debe inferir que la reducción de la inflación sea un fin en sí mismo. Más bien es una condición indispensable aunque no suficiente para la consecución exitosa de objetivos trascendentes como la justicia social y el crecimiento acelerado y sostenible.”¹⁰⁹

Como en los años precedentes a 1994, la política monetaria y cambiaria para 1995 había sido utilizada para alcanzar los fines de estabilidad económica que dieran certidumbre a las transacciones financieras.

3.2 CONDICIÓN POLÍTICO-SOCIAL DEL PAÍS

La involución percibida en el sentir público de nuestro país durante 1994 corroboró la realidad presente en el ámbito social y político. Los flujos en portafolio no son ajenos a los acontecimientos de índole social y política, a pesar de que su esfera de acción está en el sector financiero. La condición social y política dentro del sistema financiero local implica riesgos a los inversionistas quienes miran con desconfianza acontecimientos sociales y políticos que impidan la continuidad del proceso productivo.

1994 se convirtió en un año negro para la sociedad mexicana por los sucesos políticos y sociales, que aunados a la incómoda posición en los resultados económicos internacionales y a la volatilidad externa presente en los mercados financieros, minaron inevitablemente las expectativas de crecimiento gestadas en los últimos años.

¹⁰⁹ Idem

El nacimiento de 1994 fue acompañado de inconformidad social en Chiapas; para algunos otros, intereses extranjeros vieron en la aparición del Ejército Zapatista de Liberación Nacional un espacio para ver beneficiados sus propósitos. Cualquiera que sea la razón originaria del EZLN, lo cierto es que fue un movimiento social que puso en entredicho la multicitada modernidad primermundista que el salinismo legaría al país. La rebelión social en Chiapas llevó a la mira nacional e internacional los históricos rezagos sociales que subsisten y que son un lastre para las economías que implementaron el llamado modelo neoliberal.

“Para los defensores del modelo, éste no ha fallado, lo que hay que ajustar es lo social a fin de evitar la reproducción de estallidos de inconformidad social.”¹¹⁰

Los capitales externos mirán siempre con recelo la aparición y recrudescimiento de movimientos sociales, pues ponen en riesgo la paz social necesaria para la reproducción óptima del capital.

Inserto en la problemática social, el ambiente de inseguridad vivido en los últimos años, añadió razones suficientes para frenar en cierta medida la entrada de capitales al país. El secuestro de Alfredo Harp Helú, presidente del Grupo Financiero Banamex-Accival, el 14 de marzo de 1994 fue tan sólo un ejemplo dentro de una lista de secuestros a empresarios que no dejaron satisfechos al resto del empresariado nacional e internacional.

Por su parte, el factor político fue un elemento característico de México en el exterior por su elevado cariz de antidemocracia y autoritarismo que se manifestó en los graves sucesos que acontecieron en el año.

El 23 de marzo del mismo año en Lomas Taurinas, Tijuana, el candidato presidencial por el PRI, Luis Donaldo Colosio es asesinado, hundiendo al país en un sisma político de consecuencias funestas para los inversionistas, los cuales emprendieron la salida del sistema financiero. Tan sólo en la fecha en que sucede el magnicidio las reservas internacionales eran de 28,321 millones de dólares y 30 días después era de apenas 11,000 millones de dólares, reflejo del nerviosismo en el mercado de valores, en el cual el Índice de Precios y Cotizaciones se encontraba al día del asesinato en los 2543.57 puntos y 30 días después alcanzó los 2191.08 puntos, incluso fue tal el nerviosismo entre los inversionistas que el día siguiente al asesinato

¹¹⁰ Huerta González, Arturo; “La política neoliberal de estabilización de la economía en México”; México, Edit. Diana, 1995; 227 pp. p.216

fue necesario cerrar las actividades en Bolsa y bancos para evitar la fuga de capitales y el retiro de depósitos bancarios.

Para el 24 de junio, el entonces Secretario de Gobernación y presidente del Instituto Federal Electoral, Jorge Carpizo McGregor anunció su renuncia al cargo de secretario, dejando acéfalo con ello al órgano encargado de las elecciones federales, lo cual hizo merma en las expectativas sobre el futuro político del país con efectos inmediatos en la Bolsa y reservas del Banco de México, siendo en ese momento necesaria su intervención en el mercado de divisas, sacrificando en los siguientes 20 días 2502 millones de dólares de reservas.

"La Bolsa Mexicana de Valores, que estaba teniendo una sesión tranquila, al conocer la noticia empezó de inmediato una baja que llegó a perder 44 puntos en su última hora de operaciones, para concluir esa jornada con un retroceso de 55.66 puntos, equivalentes a 2.48%. El fin de la sesión evitó una caída mayor."¹¹¹

Tras la ondanada ocasionada por tal declaración, el presidente Salinas negó la aceptación de la renuncia, por lo que Carpizo continuó como Secretario de Gobernación. La mañana del 28 de septiembre los noticieros matutinos daban cuenta del asesinato del secretario general del partido oficial, José Francisco Ruíz Massieu, impactando nuevamente el ambiente político del país. La Bolsa Mexicana de Valores cayó en su indicador principal de 2818.43 puntos a 2764.82, perdiendo 53.61 puntos, equivalentes al 2% en la misma jornada.

Con el fin de evitar mayores especulaciones tras el atentado, el presidente Salinas designó a Mario Ruíz Massieu, hermano del ex secretario del PRI, como Subprocurador de la PGR y presidente de la Comisión Investigadora del asesinato. Tras algunas semanas, las presuntas investigaciones arrojaron datos poco alentadores para el sistema. El 14 de noviembre y en las subsiguientes dos semanas, Mario Ruíz Massieu sostendría declaraciones en las que inculpaba del asesinato de su hermano a altos funcionarios públicos y líderes del PRI, inyectando de nueva cuenta incertidumbre a los mercados financieros sobre el futuro político del país.

¹¹¹ Huchim, Eduardo; "Engaño mayor"; México, Edit. Grijalbo, 1995; 329 pp; p.59

“El escándalo se produjo mientras el presidente de la república, Carlos Salinas de Gortari, asistía en Yakarta, Indonesia, a una reunión del Foro de Cooperación Económica Asia Pacífico (APEC por sus siglas en inglés), que se inscribía en la campaña salinista por obtener la dirección de la naciente Organización Mundial de Comercio (OMC).”¹¹²

Las declaraciones sostenidas por el Subprocurador Massieu obligaron al Banco de México a intervenir nuevamente en el mercado cambiario para evitar mayores depreciaciones del peso, perdiendo 3500 millones de dólares. Del mismo modo, la Bolsa de Valores perdió en dos semanas 70 puntos, alrededor del 3%.

Para culminar los hechos que imprimieron fuerte volatilidad a los mercados financieros de los mercados emergentes, el conflicto chiapaneco reanudó su presencia en los medios, al reanudarse las presiones militares en los primeros días de diciembre, tiempo en que tomaría posesión de la gubernatura del estado de Chiapas el priista Eduardo Robledo Rincón, candidato que no gozaba del apoyo zapatista. El EZLN emprendió así la movilización de sus elementos en los territorios de influencia con las declaraciones hechas el 19 de ese mes.

“Este hecho causó generalizada zosobra en el país y produjo una caída de 4.15% en la Bolsa Mexicana de Valores.”¹¹³

Las reservas internacionales se afectaron durante todo diciembre por tales acontecimientos llegando el 19 de diciembre a 10,457 millones de dólares y el 20 hasta los 5854 millones, momento en que la decisión de adoptar un tipo de cambio flexible hizo trizas la solvencia del

Gráfica 3.1



Fuente: Elaboración propia con base a datos del Informe Anual 1994 Banxico

¹¹² Ibid. p.199

¹¹³ Ibid. p.233

Banco central (Ver gráfica No. 3.1) Si combinamos las fechas en que se sucedieron los hechos políticos en 1994 y los montos de las reservas internacionales que nos aporta la gráfica 1, observaremos la estrecha vinculación del panorama político y social con la estabilidad económica.

3.3 EFECTOS ECONÓMICOS DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN CARTERA

3.3.1 Escenario Económico en 1994

3.3.1.1 Cuenta corriente

3.3.1.1.1 Balanza de servicios

La cuenta corriente de la balanza de pagos se constituye por dos subdivisiones: la balanza comercial y la balanza de servicios. Durante 1994 la cuenta corriente, es decir, el saldo de bienes y servicios transados con el exterior resultó ser excesivamente deficitaria, producto de un desbalance entre lo importado y lo exportado. La política de crecimiento y desarrollo durante el sexenio del presidente Carlos Salinas se fundamentó en el crecimiento hacia fuera; recordemos la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, con el cual se buscaba alcanzar condiciones más favorables para las exportaciones mexicanas. Dicha política de crecimiento al sector exportador requería en inicio de estabilidad en los precios y salarios para fomentar la producción nacional y de un tipo de cambio fijo que permitiera la importación de insumos necesarios para incrementar la exportación. Así, el tipo de cambio fijo se convirtió en herramienta sustancial del gobierno salinista para contener la inflación. Sin embargo, este método implicaba en el mediano plazo una pérdida de competitividad para los productos mexicanos hacia el exterior. El peso mexicano se encontraba sobrevaluado.

*"El gobierno mexicano y otros insistían que el déficit en cuenta corriente no afectaba porque era causado por la entrada de capital privado que financiaba gasto de inversión y no por déficit fiscal o excesiva expansión monetaria."*¹¹⁴

¹¹⁴ Whitt Jr., Joseph A.; "The mexican peso crisis" en *Economic Review*; USA, Federal Reserve Bank of Atlanta, Enero-Febrero 1996; Volumen 81, #1, p.5

De acuerdo con esta afirmación es evidente la subestimación del déficit en cuenta corriente por parte de la administración pública, o por lo menos, resultaba obvio que su prioridad era reducir la inflación anclada a un tipo de cambio fijo, menospreciando los efectos negativos que contrae mantener un déficit en cuenta corriente elevado, dado que el país simplemente se descapitaliza. A partir de la llegada al poder del presidente Salinas en 1988 el déficit en cuenta corriente inició su ascenso hasta llegar en 1993 a los -23,399 millones de dólares, incrementándose para 1994 en un 23%, es decir, la cuenta corriente llegó a un déficit de -29,419 millones de dólares. El desglose de la cuenta corriente del periodo de 1994 nos deja observar que el problema vivido en ese sector no era puramente de origen comercial por compras mayores que ventas de mercancías, sino que contenía un componente financiero de consideración.

La balanza de servicios que compone conjuntamente la balanza comercial el saldo de cuenta corriente, se integra a su vez por dos tipos de servicios: factoriales o financieros y no factoriales, así como de las llamadas transferencias. En el caso de los servicios factoriales, el cual compila principalmente el pago de intereses al exterior por deuda contratada o por inversiones realizadas en el país, aporta un importante porcentaje del déficit en cuenta corriente en 1994, mismo que aumentó así en 734 millones de dólares respecto a 1993, para alcanzar un monto de -12,173 millones en 94. A su vez, el saldo de servicios no factoriales o no financieros (compuesto por la compra y venta de servicios al exterior como turismo, fletes, etc) reportó un déficit por 2,173 millones de dólares, en tanto que las transferencias (constituídas principalmente por remesas de mexicanos radicados en el exterior) tuvieron un monto favorable por 4,014 millones de dólares.

“El elemento que contribuyó en gran medida al desequilibrio global en la cuenta corriente es el saldo negativo en la balanza de servicios factoriales. Este es un aspecto fundamental que debe resaltarse, ya que parecería que el problema de la cuenta corriente es un problema de tipo comercial principalmente y como vemos, en mayor grado es un problema de tipo financiero.”¹¹⁵

¹¹⁵ Loyola Alarcón, José Antonio; “Desequilibrio externo y crisis económica”; México, Edit. Pac, 1995; 171 pp

El elevado monto en el déficit de la balanza de servicios factoriales sólo es explicable por el incremento en el nivel de endeudamiento privado, mismo que requería del pago de intereses al exterior; la banca comercial incrementó el grado de fondeo hacia el exterior debido al anterior ambiente de bajas tasas de interés. Contrario sensu, al elevarse las tasas líder internacionales, los pasivos tanto bancarios como no bancarios crecieron en 6.4% con respecto a 1993, para quedar en 12,031 millones de dólares,¹¹⁶ sin contar el endeudamiento público.

3.3.1.1.2 Balanza comercial

Respecto a la balanza de bienes y servicios ésta presentó al igual que la balanza de servicios fuerte déficit, significando una desventaja ante la productividad internacional, por un monto de -18,464 millones de dólares, 4,983 millones más que en 1993.

Así, las exportaciones mexicanas se vieron incrementadas en un 17.3% respecto al año precedente para quedar en 60,882 millones de dólares, siendo el rubro más dinámico el de las manufacturas no petroleras; el ramo de las importaciones totalizó en 1994 79,346 millones de dólares, 21.4% más que en 1993.

El análisis de los principales componentes de la balanza comercial son trascendentes para conocer las condiciones por las cuales el país se convierte en un gran dependiente del exterior, por ello y retomando lo comentado al inicio del presente apartado, es necesario incluir los lineamientos de la política comercial que privaron durante los años anteriores a 1994, mismos que buscaban crear y fortalecer una planta exportadora dinámica y creciente. Cabe apuntar aquí que la línea gubernamental priorizó la exportación de mercancías, cuyos insumos no resultaban de fácil acceso en el mercado nacional, por lo cual, tales materias primas habrían de ser buscadas en el exterior, aunado esto a la apertura comercial y consecuente eliminación arancelaria que redujo costos.

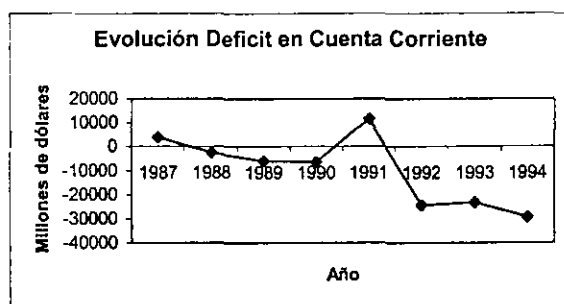
“El incremento de las importaciones se debe, en parte, a la entrada en vigor del TLC, que de esta forma permite a los importadores nacionales aprovechar la baja arancelaria que aunada a la recuperación de la

¹¹⁶ Banxico 1995, op. cit. p.179

*demanda interna se ha traducido en un mayor volumen de importaciones.*¹¹⁷

Prueba de lo anterior es el incremento y mayor preponderancia en la importación de bienes intermedios por encima de la importación de bienes de consumo y de capital. Los tres tipos de bienes importados crecieron con respecto al año anterior 21.6, 21.3 y 20.5% destacando el monto de los bienes intermedios con 56,514 millones de dólares comparado con 9,510 y 13,322 millones de dólares de bienes de consumo y de capital, respectivamente. (Ver gráfica No. 3.2)

Gráfica No 3.2



Fuente: Loyola Alarcón, José A.; "Desequilibrio externo y crisis económica"; México, Edit. Pac, 1995; p.90

La brecha entre importaciones y exportaciones de bienes y servicios condicionaron en 1994 un déficit en cuenta corriente sumamente elevado para la economía mexicana, país que no cuenta con el ahorro interno suficiente para subsanar tal déficit en la oferta de divisas, por lo cual se ve obligado en la misma medida a incrementar sus reservas internacionales con objeto de garantizar suficientes dólares para la demanda de divisas.

*"La magnitud de un déficit de cuenta corriente sostenible a mediano y largo plazo dependerá de un número de variables incluyendo la demanda de las obligaciones del país y la tasa de crecimiento de PIB."*¹¹⁸

¹¹⁷ SHCP; "Informe Hacendario"; México, Octubre - Diciembre 1994, Vol. 2, #8, p.13

¹¹⁸ Javed Burki, Shahid y Edwards, Sebastian; "Latin America after Mexico: quickening the pace"; USA, World Bank, 1995; p.5

Un déficit en cuenta corriente no ha de ser bajo ninguna circunstancia un saldo recomendable, dada la vulnerabilidad externa en que coloca al país. Sin embargo, tal deficiencia puede ser corregida por un superavit en la cuenta de capital, lo cual, de ser suficientes los ingresos de capital, cuadrará la balanza de pagos. En el caso de México, donde los ingresos de capital con los que se cubría el déficit en cuenta corriente eran de carácter volátil, en cartera, situaron al país en una posición de riesgo de grandes consecuencias.

3.3.1.2 Cuenta de capital

3.3.1.2.1 Inversión Extranjera Directa

Dadas las características de la inversión extranjera directa y contraria a la conducta de la inversión en cartera, la IED se mostró sumamente optimista ante el panorama nacional a largo plazo.

Durante 1994 la inversión en fábricas, producción de bienes y servicios, etc. se incrementó dramáticamente en un 150% con relación a 1993, resultado consecuencia de la entrada en vigor del Tratado de Libre comercio con América del Norte, totalizando 10,972.5 millones de dólares cuando en 1993 apenas alcanzó los 4388.8 millones. Tal ascenso de la IED evidenció efectivamente el intenso intercambio comercial con nuestros socios del norte (alrededor del 52% del total en 1994), los cuales vieron en el TLC el consumo potencial de 80 millones de personas.

Sin duda, el acuerdo comercial implicó para las transnacionales la reducción de barreras jurídico-administrativas a sus capitales, de hecho, muchas de esas empresas esperaron a la entrada en vigor del acuerdo para asegurarse mejores condiciones de ingreso al país.

Del total de la IED en 1994, sólo 547 millones de dólares, requirieron de autorización de la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras (organismo de la administración pública federal encargado de registrar la entrada de capital foráneo en el renglón de inversión directa), cuando en 1993 dicho monto fue de 2964 millones de dólares, lo cual indica la pronunciada simplificación alcanzada con el TLC.

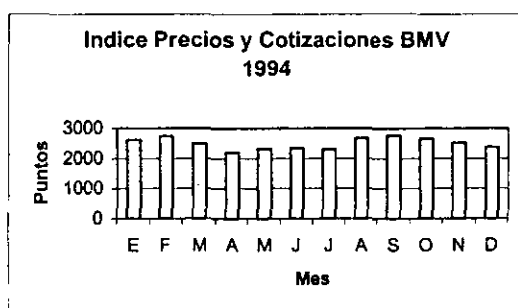
3.3.1.2.2 Mercado accionario

Los movimientos reportados en la inversión de cartera durante el año de 1994 llanamente pueden calificarse como negros. La volatilidad presente en los mercados extranjeros aunados a la inestabilidad política y social en el país, deterioraron las perspectivas inversionistas en el mercado especulativo para arrojar como resultado una inversión por 8,186 millones de dólares, 20,733 millones menos que en 1993.

La inversión en la Bolsa Mexicana de Valores registró una inversión neta de 4,088 millones de dólares, esto es, 6,629 millones menos que el año precedente, lo cual representa una salida de capitales por 61.9%.

El Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores durante 1994 observó marcadas fluctuaciones motivadas por el sisma político y social acontecido a lo largo del periodo, imprimiendo pocas esperanzas al índice principal de la Bolsa para registrar saldos positivos. (Ver gráfica 3.3)

Gráfica No. 3.3



Fuente: Elaboración propia con base en BMV; "Anuario Bursátil 1994"; p.7

El balance en el mercado bursátil no pudo ser más desfavorable con un índice que lejos de crecer se desplomó en pobres perspectivas en el corto plazo. En el caso de los ADR's, tuvieron una reducción de 58.5% respecto al año anterior, con un monto total de 1,775 millones de dólares, de los cuales 1,412 millones se colocaron en el exterior. Asimismo, por acciones de libre suscripción, se obtuvieron entradas por 1,791 millones de dólares, 55.5% menos que en 1993.¹¹⁹ Lo cierto es que se colocó en terreno sinuoso a la economía mexicana, dependiendo en

¹¹⁹ Banxico 1995; op. cit. p.182

gran medida de la inversión en cartera, inversión que por naturaleza, no pierde su volatilidad y mucho menos en escenario riesgoso. Si a esto se agrega el financiamiento del déficit en cuenta corriente con ingresos en portafolios, el resultado es obviamente de iliquidez financiera.

“..las perspectivas negativas que esto configuró repercuten en la propia acción especulativa de la Bolsa de Valores. Y repercuten en una menor entrada de capitales y menor volatilidad en la obtención de recursos por parte de las empresas que cotizan, lo cual afectará los niveles de ganancia especulativas.”¹²⁰

La pérdida de ganancias y la fuga de capitales del mercado financiero mexicano sólo demostró como en otras ocasiones que la experiencia de poco ha servido a las autoridades gubernamentales mexicanas en su papel de reguladores económicos, debiendo proporcionar al país y a la administración pública condiciones más sólidas donde aterrizar en medio de un ambiente de mercados financieros sumamente volátiles.

De esta manera, la inversión en cartera de la balanza de pagos mostró un retroceso que para 1995 se vería recrudecido.

Tabla 3.1
Flujos de inversión de cartera
Millones de dólares

| Concepto | 1993 | 1994 | Variación absoluta |
|-----------------------|--------|--------|--------------------|
| Total | 28,919 | 8,186 | -20,733 |
| Mercado accionario | 10,717 | 4,088 | -6,629 |
| Valores de deuda pub. | 7,406 | -2,225 | -9,631 |
| Bonos y papel com. | 10,797 | 6,324 | -4,473 |

Fuente: Informe Anual Banxico 1994 p.18

3.3.1.2.3 Valores gubernamentales

Toda administración pública requiere de recursos para financiar sus actividades, mismo que es siempre limitado. Debido a que los recursos con los que un gobierno puede contar para sus labores se obtienen a lo largo de una determinada temporalidad (un año fiscal), la autoridad busca los medios para allegarse de recursos utilizando títulos de crédito como financiamiento.

¹²⁰ Huerta, Arturo; op. cit. p.151

Los títulos de crédito consisten en papeles por los cuales el emisor de este se obliga incondicionalmente a pagar al tenedor del título, el total del costo de dicho título más un premio por su inversión. En el mercado existen infinidad de títulos de crédito, dentro de los que se cuentan los valores gubernamentales, contabilizados como deuda interna.

Los valores gubernamentales son comercializados en el mercado de dinero y negociables en el mercado secundario, respaldados en los ingresos o bienes públicos y premiados con base a diferentes mecanismos propios de cada instrumento. La función de los stock públicos puede ser de financiamiento o bien como reguladores de liquidez monetaria, por lo cual en la emisión de estos se encuentran involucrados tanto la autoridad fiscal (SHCP) como monetaria (Banxico), ambas instituciones, parte de la administración pública federal.

Hacia 1994 la posición gubernamental en valores se encontraba muy comprometida por el alto grado de valores por amortizar tanto en moneda nacional como extranjera, siendo estos últimos, los que más preocupaban por las presiones devaluatorias y los flujos de capital en cartera que se habían mostrado fluctuantes ante los acontecimientos políticos y sociales surgidos a lo largo del año.

En ese periodo, los valores presentes en el mercado financiero mexicano estaban constituidos por Cetes, Bondes, Ajustabonos y Tesobonos. En el caso de los Certificados de la Tesorería (Cetes) se encuentran respaldados por los ingresos de la federación y son emitidos a descuento, por lo que al valor nominal se le aplica una tasa de descuento, hasta que a su vencimiento recupera su valor nominal. El mismo mecanismo es utilizado con los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes), aunque estos son emitidos a un plazo no menor a un año. Los Bonos Ajustables (Ajustabonos) son títulos de crédito de largo plazo (3 y 5 años) emitidos por el Gobierno Federal y denominados en moneda nacional, a los cuales se paga una tasa de interés de forma trimestral más el capital ajustado por los aumentos que registra el Índice Nacional de Precios al Consumidor al vencimiento de los títulos. Por su parte, los Tesobonos fungieron en la crisis mexicana como solución y problema durante 1994 y 1995 por las condiciones de inversión siempre atractivas.

“La inversión en Tesobonos se podía considerar tan segura y confiable para los extranjeros como el mantener el dinero fuera de su país, digamos en depósitos bancarios o en Certificados del Tesoro de los Estados Unidos.”¹²¹

Los Tesobonos eran títulos de crédito con un valor nominal de 1000 dólares de E.U., emitidos por el gobierno mexicano, colocados a descuento e indizados al tipo de cambio vigente del dólar, por lo cual se entiende que su valor se mantenía constante e incluso si el dólar se fortalecía frente al peso, el inversionista obtenía un ingreso adicional.

Para 1994 los inversionistas modificaron sus expectativas frente a los valores gubernamentales dado el nerviosismo generado por la incertidumbre en las perspectivas económicas; las persistentes fugas de capitales por los rumores devaluatorios minaron el escenario en el mercado cambiario, por lo cual los inversionistas buscaron cubrirse de los riesgos inherentes a ello. Durante el año se observaron a raíz de estos sentimientos, ajustes en los diferentes valores gubernamentales, principalmente en lo que se refiere a los saldos en Cetes y Tesobonos.

Para el 30 de diciembre de 1993, el total de inversión extranjera estaba estructurada en millones de pesos en: 47,682 en Cetes; 2,623 en Bondes; 3,988 en Tesobonos y 13,658 en Ajustabonos, correspondientes todos al 56.55% del total de valores emitidos, el cual correspondió a 120,152 millones de pesos. Para el 31 de diciembre de 1994, el saldo acumulado en stock alcanzó 5,752,742 millones de pesos, distribuidos como a continuación se cita.

Tabla 3.2
Saldos de los Valores Gubernamentales 1994 (Millones de pesos)

| | 31 Mar. | 30 Jun. | 30 Sep. | 31 Dic. |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Total | 131,529.90 | 137,126.90 | 138,720.70 | 167,853.70 |
| Cetes | 75,843.20 | 64,077.20 | 47,583.00 | 38,562.00 |
| Bondes | 17,326.60 | 17,170.00 | 16,070.00 | 8,290.00 |
| Tesobonos | 5,841.10 | 25,020.50 | 46,388.80 | 91,717.40 |
| Ajustabonos | 32,519.00 | 30,859.20 | 28,678.90 | 29,284.30 |

Fuente: Elaboración propia con base en Informe Hacendario 2º, 3º y 4º Trimestre 1994 y 1er trimestre 1995

Puede constatarse la evolución en la composición de valores durante 94, donde destaca el incremento sustancial (1500%) en el saldo de Tesobonos al final del año con respecto a enero del mismo y la disminución generalizada en el resto de stocks circulantes; la razón de dicha

¹²¹ Hernández Hernández, Agustín; “Importancia de la inversión extranjera en México” en *Capital Mercados financieros*; México, Año 7, #76, Agosto 1994; p.39-43

variación conserva en su origen un elevado nivel de incertidumbre económica, siendo que aún no se presentaba el llamado “error de diciembre”.

Las especulaciones creadas sobre la fortaleza del peso y sus efectos negativos en los rendimientos de inversión suponía un abandono de instrumentos poco prometedores y la demanda de aquellos más atractivos, incrementándose así la solicitud de Tesobonos en detrimento de Bondes, Ajustabonos y fundamentalmente de Cetes, los cuales eran tomados como garantía por el Banxico en sustitución de Tesobonos.

“A la luz de los acontecimientos puede ser interpretado como un signo de desconfianza por parte de los inversionistas extranjeros que preferían irse moviendo hacia instrumentos más seguros como lo eran los denominados en moneda extranjera, en lugar de los valores cotizados en moneda nacional.”¹²²

Los Tesobonos al pagarse en pesos pero al tipo de cambio vigente con el dólar se convirtió en el principal imán de los inversionistas en corto plazo (con emisiones de máximo 6 meses), situando en ese sentido en una posición doblemente vulnerable a la economía nacional si añadimos que buena parte del déficit en cuenta corriente estaba siendo financiado con inversión de este tipo y con el riesgo de que dichos capitales no volvieran a ser invertidos en valores gubernamentales o cualquier otro instrumento de inversión nacional.

“Así pues, la vía que eligió el gobierno salinista para buscar una rápida incorporación de nuestro país a la economía internacional fue soportar importantes déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pudieran ser financiados con entradas de capital. A su vez, estas entradas de capital fueron fundamentalmente de inversiones, pero inversiones financieras no productivas, y muy concentradas en instrumentos de corto plazo.”¹²³

Al ajustarse la proporción en los valores gubernamentales y particularmente en Cetes (28 días), considerados la tasa líder en México, dichos instrumentos se mostraron erráticos durante el año,

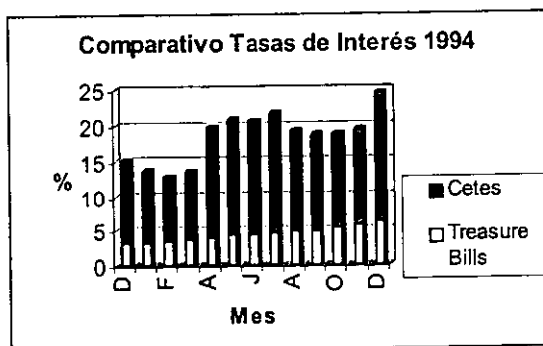
¹²² Loyola op. cit. p.96

¹²³ Idem

afectados principalmente por la política restrictiva implementada por el Banco Central a partir de agosto y hasta fines de noviembre. Aún así, los Cetes mantuvieron el margen de rendimiento con respecto a los Treasury Bills de Estados Unidos, los cuales para ese periodo habían incrementado su tasa con objeto de evitar un alza inflacionaria. (Ver gráfica No. 3.4)

En suma, los valores gubernamentales sufrieron fuertes presiones por los inversionistas, principalmente extranjeros, obteniéndose una salida neta en 1994 por 1.942 millones de dólares, 8,955 millones menos con respecto a 1993 y modificándose la tenencia de stocks en -11,588 millones de dólares en Cetes, -3,894 en Ajustabonos y -799 en Bondes, mientras que los Tesobonos fueron los únicos en registrar saldo positivo por 14,338 millones.

Gráfica No. 3.4



Fuente: Elaboración propia con base a datos de Informe Anual 1994 Banxico

3.3.1.3 Tipo de cambio y Reservas internacionales

Por su parte, el Banco de México en respuesta a la política monetaria acordada con la administración pública federal en el documento denominado "Política monetaria para el periodo Abril-Diciembre de 1994"¹²⁴, implementó a lo largo del año una política de restricción económica y de defensa del tipo de cambio, esto significaba resguardar el poder adquisitivo del peso a costa de sacrificar reservas.

¹²⁴ Banxico; "Política monetaria para el periodo abril-diciembre de 1994" en Mercado de Valores; México, Nafin, Julio 1994; #7, p.16-26

En los meses de 1994 el gobierno salinista (a pesar de la autonomía del Banco Central) eligió como razón primigenia sostener un tipo de cambio sin sobresaltos, semifijo, conteniendo a toda costa un crecimiento desmedido de la inflación que cambiara las expectativas populares de crecimiento durante el sexenio.

“El régimen cambiario era congruente con una estrategia de mediano plazo tendiente a alcanzar bajos niveles de inflación, crecimiento económico rápido y sostenible, así como una reducción gradual del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.”¹²⁵

Así, durante los periodos de acceso de flujos de capital tanto de inversión directa y especialmente de inversión en cartera el Banco Central logró acumular divisas en cantidades importantes para llegar a un pico el 15 de febrero de 1994. Circunstancias adversas como un ambiente externo volátil y episodios políticos y sociales negativos en el ámbito nacional afectaron la confianza de los inversionistas en Bolsa, originando fugas de capitales, a lo cual el Banco de México tuvo que intervenir ofreciendo dólares para reponer la liquidez perdida por la salida de capitales y evitar con ello mayores presiones al techo de la banda de cambio. Cabe apuntar que la política de cambio adoptada hasta fines de 1994 señalaba en el sentido más acertado un tipo de cambio semifijo con un piso dentro de la banda de flotación de 3.0512 y un techo con un deslizamiento de 0.0004. Si se presionaba al tipo de cambio al techo de la banda, el Banxico intervenía en el mercado cambiario ofreciendo dólares y haciendo lo contrario si el tipo de cambio tocaba el piso de la banda. Aquí la situación que predominó durante casi todo 1994 fue el primer caso, lo cual afectó los niveles de reservas en forma preocupante.

Del 1 de enero al 15 de febrero de 1994 se mantuvo el ascenso de las reservas en niveles óptimos para llegar hasta 29,228 millones de dólares; dicha fecha marcó el tope de las reservas internacionales a partir de la cual no volverían a tener el mismo nivel hasta varios años después; la elevación de tasas de interés en E.U. y los asesinatos políticos y movimientos sociales no lo permitirían.

¹²⁵ Banxico 1995; op. cit. p.53

“La economía mantuvo continuos déficits en cuenta corriente que afectaron las reservas internacionales. Al mismo tiempo, la salida de capitales promovería el deterioro de las reservas a menos que un efectivo control de capitales tuviera lugar. Eventualmente las reservas llegaron a ser tan bajas que la devaluación llegó virtualmente a ser inevitable.”¹²⁶

Las reservas internacionales prácticamente se esfumaron en los días posteriores al asesinato del candidato Colosio, en donde se perdieron más de 10 mil millones de dólares; de hecho a partir del 25 de marzo las intervenciones del Banxico se volverían cotidianas, demostrando la volatilidad en los mercados financieros, la desconfianza de los inversionistas en la economía nacional y en la capacidad de pago del gobierno mexicano ante las obligaciones adquiridas fundamentalmente a corto plazo.

“Los modelos sobre los que se considera a la deuda como motivante de fuga de capitales se enfocó en el canal a través del cual altos niveles de deuda externa crean expectativas de difícil futuro en los activos.”¹²⁷

La condición de elevados márgenes de participación extranjera en inversión de cartera supusieron un ambiente inestable al funcionamiento de la economía mexicana en su conjunto, limitando las capacidades fructificadoras de la política monetaria, fiscal y cambiaria, mismas que se verían presionadas por las perspectivas externas ante eventuales episodios de crisis política y social.

Para el Banco de México, existieron tres puntos importantes que alentaron una mayor dependencia de la economía nacional frente al exterior, a saber:

“(1) El sustancial incremento que tuvo a partir de 1990 la canalización masiva de recursos de unos cuantos fondos de pensiones y de inversión de países industrializados, a instrumentos financieros liquidos emitidos en los llamados países emergentes –entre los que destaca México– tales como

¹²⁶ Whitt Jr; op cit. p.5

¹²⁷ Collier, Paul y Hoeffler, Ankey; “Flight capital as a portfolio choice”; USA, World Bank, 1999; Policy Research Working Paper 2066

valores gubernamentales y certificados de depósito bancarios de corto plazo. Esto permite que un ataque especulativo en contra de la moneda nacional se pueda desarrollar más rápidamente que antes. (2) La facilidad de potenciar posiciones en distintas monedas mediante operaciones con derivados y oportunidades de endeudamiento ofrecidas por intermediarios financiero del exterior; y (3) Los cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información, que han aumentado sustancialmente el grado de movilidad internacional de los capitales."¹²⁸

Las anteriores circunstancias se conjuntaron a la par de una virtual eliminación de reservas internacionales, las cuales llegaron a sus niveles más exiguos en diciembre, mes en el cual las presiones terminaron por agotar las acciones evasivas de las autoridades mexicanas por enfrentar el problema.

Para el 19 de diciembre las reservas internacionales se encontraban en 10,457 millones de dólares y el tipo de cambio había acumulado una devaluación anual del 12.6%. La Comisión de Cambios sesionó ese mismo día tras la ya muy difícil capacidad del Banxico por continuar defendiendo al peso, decidiéndose ampliar la banda de flotación en un margen del orden del 15%, fallo que no fue sostenible por un solo día más. El 22 de diciembre la autoridad monetaria informó de la determinación de cambiar de un régimen de tipo de cambio fijo a un régimen de flotación (imperfecta), arrastrando al peso a una devaluación de alrededor del 60% en los últimos 10 días del año para quedar en 5.60 pesos por dólar. Por su parte, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores registró su nivel más bajo del año (2203.67 puntos) el 21 de diciembre para obtener una variación mensual acumulada de -8.72%.

3.3.2 Programa de Emergencia Económica y Paquete de Ayuda Internacional

La crisis económica desatada el 19 de diciembre de 1994 provocó simultáneamente una devaluación del peso (71% acumulada en el año), una caída en las reservas internacionales para el 31 de diciembre por -20,354.3 millones de dólares y una fuga de capitales por 21,034 millones con respecto a 1993.

¹²⁸ Banxico 1995; op. cit. p.62

Al respecto, el nuevo presidente Ernesto Zedillo señaló:

“La devaluación pone de manifiesto que hoy el ingreso disponible en el país es menor que antes, ya que ahora no se cuenta con los recursos adicionales para sostener el consumo y la inversión que proporcionaba el financiamiento externo.”¹²⁹

En torno a esta coyuntura adversa, era urgente la implementación de un plan por parte de la administración pública que afrontara con eficacia la crisis más grave en la historia del México moderno, por ello el 3 de enero de 1995, el presidente Ernesto Zedillo con apoyo de los sectores obrero, campesino y empresarial anunció el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), el cual buscaba evitar una escalada de precios y con ello influir en la evolución ordenada de las tasas de interés, el tipo de cambio, alentar la permanencia de la inversión extranjera y fincar así las bases de la recuperación económica.

El AUSEE estaba constituido por 3 líneas fundamentales: (1) Precios y salarios, (2) Fortalecimiento del ahorro público y Política monetaria y (3) Eficiencia económica.

En el rubro de precios y salarios, el gobierno federal pactaba un incremento en los precios y tarifas públicos que fuera acorde con las expectativas de crecimiento del salario mínimo, el cual sería sobradamente menor al aumento de la inflación. Se buscaría alentar la productividad a partir de un mayor número de becas de capacitación a obreros, apoyo en materia de seguridad social y promoción de estrategias de producción y comercialización de productos básicos.

El fortalecimiento del Ahorro Público y política monetaria enfocaría sus esfuerzos hacia la austeridad en el presupuesto público, a razón de -1.3% del PIB, con objeto de reducir el impacto inflacionario que el gasto público tiene en la economía nacional y fomentar el ahorro público. Se buscaría además seleccionar y apoyar con crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas que lo justificarán, así como un plan de apoyo a deudores de la banca para reestructurar pasivos.

El objetivo de Eficiencia Económica integraba aquellos aspectos de modernización económica, de apoyo al comercio exterior y a la planta productiva nacional que estimulara al sector empresarial para ser generadores de empleo y promotores de la recuperación. Asimismo, el

¹²⁹ Palabras del presidente Ernesto Zedillo en la presentación del “Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica” en Mercado de Valores; México, Nafin, Febrero 1995; #2, p.3-11

AUSEE contaba para apuntalar las medidas macroeconómicas con un Fondo de Estabilización por 18 mil millones de dólares, de los cuales 9 mil millones serían aportados por los E.U., 1,500 millones de dólares canadienses por el Banco de Canadá, 5 mil millones de dólares estadounidenses por el Banco Internacional de Pagos y 3 mil más por un grupo de bancos comerciales.

El AUSEE buscaba entonces, la reducción de los efectos inflacionarios, un tipo de cambio ordenado con objeto de lograr un ajuste paulatino de la cuenta corriente que permitiera recobrar la confianza de los inversionistas foráneos en el menor plazo posible. Sin embargo, el AUSEE no fue inicialmente lo efectivo que se hubiere deseado, pues la volatilidad e incertidumbre financiera continuaron presentes, requiriéndose medidas más drásticas en adición al AUSEE, constituyéndose así el Programa de Acción para Reforzar el AUSEE (PARAUSEE).

El PARAUSEE fue dado a conocer el 9 de Marzo de 1995 por la SHCP, conteniendo 4 líneas principales: (1) Política fiscal, (2) Política monetaria y cambiaria, (3) Política bancaria y (4) Política salarial y social.¹³⁰ La política fiscal preveía el aumento del IVA de una tasa de 10 al 15%, exceptuando las zonas fronterizas y su no aplicación en alimentos procesados y medicinas; una contracción del gasto público acumulada en el año de 1.6% del PIB e incremento generalizado en los precios y tarifas públicos; adicional a ello se buscaría un superavit fiscal primario del 4.4% del PIB en 1995.

- (1) La política monetaria y cambiaria tendría como propósito frenar la escalada de precios a través de estabilizar el mercado cambiario, limitando el crédito interno en 10 mil millones de pesos y excluyendo de éste los pagos de Tesobonos; se promovería la creación de un mercado de futuros de divisas en los bancos con el objeto de cubrir las transacciones peso-dólar de los vaivenes cambiarios. Asimismo, se implementaría un renovado sistema de encaje legal que impidiera a los bancos sobregirarse en su crédito con el Banxico.
- (2) Por su parte, la política cambiaria buscaría la salvaguarda de los ahorros, mediante el apoyo del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa), quien otorgaría liquidez bancaria de corto plazo. Al efecto, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo aportarían recursos por tres mil millones de dólares.
- (3) La política salarial y social enfocaría sus esfuerzos a mantener el tope salarial por debajo de las expectativas inflacionarias (con un incremento de 10% al salario mínimo en abril) así

¹³⁰ "Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica" en **Informe Hacendario**: México, SHCP, Enero-Marzo 1995, Vol.3, #9; p.23-47

como apoyos fiscales a los trabajadores con ingresos entre 2 y 4 salarios mínimos, a la par de una ampliación en la cobertura de los servicios prestados por el IMSS y la continuidad en la política subsidiaria para algunos alimentos básicos.

De este modo, en conjunto AUSEE y PARAUSEE constituyeron el plan de acción gubernamental que encararía la vorágine especulativa al tipo de cambio y sus efectos en la economía nacional, con una inflación esperada para 1995 del 42%, una reducción del PIB del 2% y un déficit en cuenta corriente por 2 mil millones de dólares.

Sin embargo, las reservas internacionales se encontraban excesivamente bajas como para apoyar los planes gubernamentales; la decisión del 22 de diciembre de 1994 sólo apresuró la salida masiva de capitales para colocar a las reservas en una posición mínima de 5,791 millones de dólares. La urgencia de apoyo financiero externo se hacía en ese momento algo necesario.

Para el 26 de enero de 1995 la autoridad monetaria mexicana envió al Fondo Monetario Internacional una Carta Intención solicitando un crédito equivalente a 5259.9 Derechos Especiales de Giro (7,759 millones de dólares) financiados a 18 meses, monto que representaba 300% de la cuota de México ante dicho organismo.¹³¹ El 31 de enero del mismo año, el presidente de los Estados Unidos, Bill Clinton anunció un paquete de ayuda financiera a México por 20 mil millones de dólares, producto del Fondo de Estabilización Cambiaria del Departamento del Tesoro Estadounidense. Si a esto agregamos la intención del FMI de aportar 10 mil millones de dólares más al préstamo previamente autorizado y el apoyo del Banco de Pagos Internacionales por 10 mil millones de dólares así como el apoyo de un grupo de bancos comerciales por 3 mil millones de dólares, se obtenía una suma total de 50,759 millones de dólares, cifra record para hacer frente a las obligaciones en Tesobonos, el pago de deuda y para compensar el déficit en cuenta corriente.

"Este paquete de garantías no era un préstamo que se fuera a otorgar al gobierno mexicano, sino que constituía más bien un aval por parte del gobierno de E.U. para la emisión de bonos a largo plazo que el gobierno mexicano buscaba efectuar y poner a la venta en mercados financieros."¹³²

¹³¹ "Memorándum de Políticas Económicas al FMI" en Mercado de Valores, México, Nafin, Marzo 1995; #3, p.5-

9

¹³² Loyola op. cit. p.115

La autorización del paquete financiero resultó de gran importancia ante un ambiente de iliquidez que producía desconfianza en los inversionistas externos.

3.3.3 Ajuste Económico de la Balanza de Pagos en 1995

El periodo de 1995, a diferencia de 1994 (año caracterizado por presiones especulativas) se conformó como el año de la crisis sin paralelo en la historia reciente de nuestro país. Un elevado déficit de cuenta corriente aunado a una pérdida de inversión en cartera y un alto nivel de vencimientos en Tesobonos minó las expectativas económicas de 1995. El año inició con variables macroeconómicas poco agradables como producto de una pérdida de reservas internacionales, un tipo de cambio estrepitosamente devaluado y tasas de interés altas.

Para el 2 de enero de 1995 las reservas internacionales se encontraban en 5913.7 millones de dólares y el tipo de cambio peso-dólar rondaba los \$5.60.

Acorde con los objetivos planteados en el AUSEE y PARAUSEE se esperaba una fuerte contracción económica en la primera mitad del año, con un ligero repunte hacia el segundo semestre del año. Una meta esencial era recobrar la confianza externa de los inversionistas.

“El Programa de Ajuste debía cumplir objetivos inmediatos fundamentales, era preciso alejar el riesgo de la insolvencia total creando condiciones que detuviesen la pérdida masiva de capitales y restableciesen una mínima estabilidad en los mercados cambiario y financiero.”¹³³

El primer trimestre de 1995 observó una caída en el Índice de Precios y Cotizaciones del 22.85%, alcanzando su máximo el 2 de enero con 2354.24 puntos y su mínimo el 27 de febrero con 1447.52 puntos. La toma de utilidades presente en el mercado accionario daba señales de una persistente desconfianza de los inversionistas, tan sólo amortiguada en cierta medida por el anuncio del paquete financiero patrocinado principalmente por el gobierno estadounidense.

El saldo reportado de cuenta corriente durante los primeros tres meses del año arrojó un marcado ajuste en este rubro producto de la devaluación del peso con los respectivos efectos positivos en la competitividad de las exportaciones y la pérdida del atractivo a las

¹³³ “Mensaje sobre el Primer Informe de Gobierno del Presidente Ernesto Zedillo” en *Mercado de Valores*; México, Nafin, Octubre 1995; #10, p.3-13

importaciones. De enero a marzo se registró un déficit en cuenta corriente por 1,177 millones de dólares, modificándose hacia el segundo y tercer trimestre, donde se encontró un superavit por alrededor de 989 millones de dólares. Para el último trimestre del año, dadas las condiciones de mayor estabilidad cambiaria, las importaciones tendieron a incrementarse, arrojando un déficit en cuenta corriente por 456 millones de dólares, para quedar en un acumulado en 1995 por 654 millones de dólares.

Los rubros comprendidos en la cuenta corriente señalan un mayor movimiento en las exportaciones de mercancías y una reducción pronunciada en las importaciones de las mismas, producto como ya se señaló de la depreciación del peso.

"El dinamismo de las exportaciones estuvo apoyado en el esfuerzo emprendido en años anteriores para elevar la competitividad de los productos nacionales en los mercados internacionales, así como el avance en la diversificación de las ventas al exterior."¹³⁴

La balanza comercial reportó un superavit anual por 7,089 millones de dólares, influenciado por un monto de 79,542 millones de dólares en exportación de mercancías (30.6% más que el año anterior) contra 72,453 millones de dólares en importaciones (8.7% menos que en el mismo periodo precedente). Tanto las importaciones de bienes de consumo como de capital mantuvieron saldos a la baja, mientras que la importación de bienes intermedios registró un aumento del 3.4%.

Por su parte, la balanza de servicios no factoriales mantuvo un saldo positivo en 1995 por 1,241 millones de dólares, ingresando al país por este concepto 10,169 millones de dólares y egresando por el mismo 8,928 millones, es decir, los mexicanos que viajaron al extranjero gastaron menos (40.9%) y los turistas internacionales gastaron más en nuestro país producto de la apreciación del dólar.

La balanza de servicios factoriales obtuvo un saldo deficitario por 12,948 millones de dólares, monto ligeramente menor en 64 millones de dólares respecto a 1994. La razón del déficit en la balanza de servicios factoriales radicó principalmente en el pago de intereses por servicio de la deuda, conservando un alto porcentaje de éste el sector público, al amortizar un total de 8,987

¹³⁴ SHCP, "Informe Hacendario"; México, SHCP, Enero-Marzo 1996; Vol.4, #13, p.10

millones de dólares, 7,127 millones en moneda extranjera y 1,860 millones de dólares en moneda nacional. El sector privado reportó la amortización de intereses al exterior por 4,346 millones de dólares, donde más de la mitad de esta cantidad (2,659) correspondió al sector privado no bancario.

Tabla 3.3
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos
Millones de dólares

| Concepto | 1993 | 1994 | 1995 |
|----------------------|---------|---------|---------|
| T: tal | -23,399 | -28,786 | -654 |
| Balanza comercial | -13,481 | -18,464 | 7,089 |
| Serv. No Factoriales | -2,130 | -2,173 | 1,241 |
| Serv. Factoriales | -11,429 | -12,163 | -12,948 |
| Transferencias | 3,640 | 4,014 | 3,964 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos Informa Anual

El rubro de la cuenta de capitales para 1995 como era de esperarse resultó negativa dadas las graves condiciones de la economía mexicana.

El rubro de Inversión Extranjera Directa observó una disminución respecto a 1994, de 10972.5 a 9526.3 millones de dólares, es decir, una contracción de 1446.2 millones. Esta disminución en la captación de recursos foráneos se debió en particular a un escenario internacional adverso con una disminución del ahorro en los países desarrollados que propició menor disponibilidad de las empresas a expandirse e invertir en mercados emergentes, así como a un ambiente nacional complicado. Empero, los inversionistas mantuvieron sus expectativas en el mediano y largo plazo, prueba de ello es que pese a la disminución de IED en 1995, se mantuvo la tendencia histórica de crecimiento en este renglón.

En el mercado de valores mexicano es importante mencionar la evolución observada a lo largo del año, siendo que en el primer semestre los índices accionarios y en general el mercado financiero mexicano tendieron a deteriorarse seriamente afectados por los acontecimientos inmediatos anteriores al inicio de año.

"Como escribe Sachs, a pesar de la existencia de altas tasas de interés, la subvaluación de la moneda y de los indicadores que garantizaban la solvencia a largo plazo, el pánico se apoderó de los inversionistas extranjeros que temieron no sólo la suspensión de pagos, sino una explosión

*inflacionaria. Añade: lo curioso es que los temores eran tanto resultado del pánico como su causa, con lo cual los temores se autorealizaron.*¹³⁵

Para el segundo semestre del año y derivado de los principales resultados dados a conocer por el Banco de México y la autoridad hacendaria sobre las principales variables macroeconómicas, la confianza de los inversionistas foráneos comenzó a sentirse paulatinamente en el mercado financiero local, constatándose en las emisiones de bonos colocados en el exterior por el gobierno mexicano.

Los valores gubernamentales para 1995 estaban representados fundamentalmente por Tesobonos, instrumentos de deuda a corto plazo, indizados al tipo de cambio del dólar, por un monto amortizable de 28,939 millones de dólares, de los cuales 16,168 y 9,959 millones vencían en los dos primeros trimestres del año, respectivamente, lo cual agregaba nerviosismo a las finanzas públicas y tensión al riesgo-país.

Cabe agregar, que en el primer trimestre del año el valor de los Tesobonos se depreció en 35%.

*"Tal percepción desfavorable respecto al riesgo México se originó por la dificultad que representaba el cumplir los compromisos de pago con vencimiento de corto plazo denominados en moneda extranjera, principalmente de Tesobonos."*¹³⁶

Ajustabonos, Cetes, Bondes constituían el resto de los valores gubernamentales con vencimientos en 1995. Recordemos que en caso de estos instrumentos de deuda, la administración pública mexicana a través del Banco de México realizó la sustitución de los mismos por Tesobonos a fin de restar presión al tipo de cambio, de ahí el elevado nivel de vencimientos en los primeros seis meses del año, situación que comenzó a desactivarse gradualmente en el siguiente semestre en la medida en que el gobierno federal demostró capacidad de pago gracias al paquete financiero de ayuda internacional.

¹³⁵ Rivera Ríos, Miguel Angel; "La nueva crisis de la economía mexicana 1994-1995" en *Investigación Económica*; México, Abril-Junio 1996, #216, p.51-84

¹³⁶ Banxico; "Informe Anual 1995"; México, Banxico, 1996; 274 pp. p.175

De esta forma, el riesgo de moratoria sobre la deuda interna y externa se fue diluyendo en proporción al pago de Tesobonos a lo largo de 1995; para el primero de septiembre del mismo año, sólo restaban por liquidar 3,173 millones de dólares en ese instrumento de deuda.

Tabla 3.4
SalDOS de los Valores Gubernamentales 1995
Millones de pesos

| | 31 Mar. | 30 Jun. | 30 Sep. | 31 Dic. |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Total | 181,886.70 | 163,651.90 | 148,343.70 | 132,468.00 |
| Cetes | 44,654.20 | 46,631.10 | 54,559.90 | 44,104.40 |
| Bondes | 18,540.00 | 36,122.70 | 39,572.70 | 45,107.90 |
| Tesobonos | 84,817.50 | 43,344.80 | 14,521.10 | 1,968.50 |
| Ajustabonos | 33,875.00 | 37,553.30 | 39,690.00 | 41,287.20 |

Fuente: Elaboración propia con base en Informe Hacendario 2º, 3ero y 4º trimestre de 1995 y 1er trimestre de 1996

Buena parte del mejoramiento en las expectativas de inversionistas hacia la mitad del año radicaron en el cumplimiento de las metas previstas en el PARAUSEE, demostrándose en el reingreso de México a los mercados de capitales internacionales a través de la emisión de bonos a plazo fijo en los meses de mayo a septiembre. Tales colocaciones estaban pactadas de 1.5 a 5 años con tasa Libor o fija más un porcentaje de rendimiento de hasta 10%. Por este concepto Nafin y Bancomext colocaron 661 millones de dólares en bonos cotizados en marco alemán, franco suizo, dólar y yen. Del mismo modo el gobierno federal logró colocar una emisión por un monto de 2,091.9 millones de dólares a plazo fijo y en tasa Libor a un plazo de 2 a 3 años.¹³⁷ La exitosa colocación de bonos internacionales por parte del gobierno mexicano permitió en cierta medida una posición más cómoda sobre los vencimientos de valores gubernamentales y de acumulación en reservas internacionales; el reingreso de México a los mercados de capital se debió en buena parte al aval proporcionado por el paquete de ayuda internacional, mismo que para el primero de septiembre había desembolsado 23,902 millones de dólares y finalizando el año con una disposición de recursos por 26,253 millones de dólares.

Para inicios de octubre se registraron rumores políticos e incertidumbre sobre la política económica para 1996, originando depreciación en los valores gubernamentales y deterioro de las variables económicas; sin embargo, el anuncio de la Alianza para la Recuperación Económica (ARE) el 29 de octubre de 1995 eliminó dicha situación.

Por su parte, la cuenta de capital integró un desendeudamiento del sector bancario con el exterior por 2,501 millones de dólares y del sector no bancario por 951 millones, al tiempo que tanto el sector bancario y no bancario lograron apoyos financieros con el exterior por 3,800 y

¹³⁷ SHCP; "Informe Hacendario"; México, SHCP, Julio-Diciembre 1995; Vol.3, #11 y 12

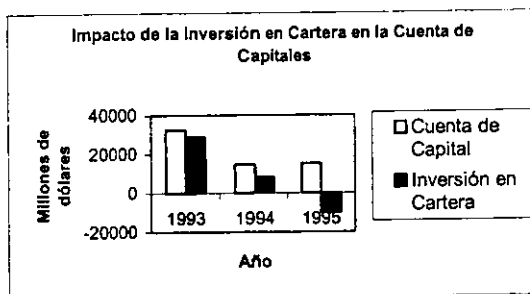
266 millones de dólares respectivamente (ésta última cantidad producto de colocación de papel comercial).

El mercado accionario reportó una caída en 1995 por 87.3% con respecto a 1994, invirtiéndose solamente 519 millones de dólares. Esto significó una salida neta de capitales en cartera por 10,138 millones de dólares. En inversión de ADR's se registró un total de 184 millones de dólares, 89.5% menos que en 1994; en acciones de libre suscripción se invirtieron 351 millones, 80.5% menos que en el año anterior. Los valores emitidos por residentes nacionales comprados por extranjeros arrojó una fuga por 10,657 millones de dólares.

El Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores observó una contracción acumulada en los primeros 6 meses del año por -0.02%, cifra marginal si se compara con el -34.76% registrado en el mes de febrero del mismo año, lo cual indica la recuperación alcanzada en el primer semestre del año; para el mes de diciembre se reportó un crecimiento acumulado en Bolsa por 16.96%.

La operatividad del mercado representó así un importe por 207,394 millones de pesos, con un promedio diario de 826.28 millones de pesos y un volumen operado diario de 88.31 millones de acciones. Asimismo, el mercado de dinero afectado por el aumento en las tasas de interés, manejó un importe por 3.7 billones de pesos, monto equivalente a 42.05% del total operado en el año anterior. En suma, a pesar del alto nivel de precios y las altas tasas de interés en el mercado, el financiamiento neto bursátil privado alcanzó un total de 8,447.3 millones de dólares. (Ver gráfico No. 3.5)

Gráfica No. 3.5



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Informe Anual 1994 y 1995. Banxico

La cuenta de capitales de 1995 reportó tras fuertes sobresaltos por la fuga de capitales de corto plazo un saldo negativo por 11,141 millones de dólares. Sin embargo, si se agrega a este monto

los apoyos económicos del paquete financiero internacional se registra entonces un superavit por 15,112 millones de dólares.

Las reservas internacionales durante 1995 observaron un incremento de casi 200% con respecto al inicio de año. Al 2 de enero se encontraban en un piso de 5913.7 millones de dólares y para el 29 de diciembre alcanzaron un tope de 15,741 millones de dólares, con tan sólo 24 intervenciones del Banxico durante todo el año. Esto fue posible por la política de libre flotación o flotación imperfecta adoptada por la autoridad monetaria como medida más eficaz para evitar pérdida de reservas y como medio para estabilizar el tipo de cambio. De acuerdo al Banco de México esta era la posición más acertada.

“El programa de crédito interno del Banxico para 1995 se ha formulado sobre el supuesto de que el régimen de flotación va a continuar. No hay elementos para utilizar otro supuesto, ya que la escasez de reservas y diversos factores de incertidumbre impiden por ahora adoptar un régimen cambiario diferente.”¹³⁸

En contraparte, el tipo de cambio registró una depreciación del 49.3% a lo largo de 1995, cotizándose el dólar en 7.69 pesos al finalizar diciembre, cuando en enero se cotizó en 5.80 pesos en promedio.

De enero a septiembre el dólar se mantuvo con una apreciación frente al peso de alrededor del 15%, salvo en el mes de marzo, cuando el dólar alcanzó los 6.95 pesos por dólar. Para principios del mes de octubre el tipo de cambio presentó fuertes presiones especulativas por la incertidumbre en la política económica del siguiente año, llevando en el último trimestre del año al peso a una depreciación mayor.

Sostenido bajo un régimen de flotación, el tipo de cambio quedó a la libertad de la oferta y la demanda, afectado por la inflación de cerca del 52%, elevadas tasas de interés (86.03% en la Tasa de Interés Interbancaria Promedio en marzo) y fuga masiva de capitales.

¹³⁸ Banxico; “La política monetaria de México para 1995” en Mercado de Valores; México, Nafin, Marzo 1995a; #3, p.15-20

3.3.4 Política Financiera del Presidente Ernesto Zedillo

Ernesto Zedillo Ponce de León, presidente electo de México para el periodo 1994-2000, inauguró su gobierno encarando una de las crisis económicas más profundas en la historia reciente del país y postergando en su momento los planes económicos señalados en campaña; la crisis desatada en diciembre de 1994 y extendida a 1995 obligó al titular del Ejecutivo Federal a tomar medidas emergentes que contruvieran la vorágine.

La política económica del presidente Zedillo estaba encaminada a la consolidación del país como un espacio fiable a las inversiones con miras a establecer las bases de un crecimiento sustentable, objetivo alcanzado tanto por razones internas como externas (bonanza económica en los Estados Unidos).

Al efecto, se instrumentó una política fiscal más racional y disciplinada, una política monetaria fundamentalmente restrictiva para consolidar los esfuerzos antiinflacionarios; por su parte, la política cambiaria sentaría las bases de un tipo de cambio competitivo que desalentara la formación excesiva de burbujas especulativas. En consecuencia, la política económica del sexenio zedillista buscaba constituir un mercado más fuerte y estable a partir del combate a los rezagos financieros y estructurales que motivaron el aprieto económico de 1994, propósitos que fueron plasmados en el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo (PRONAFIDE).¹³⁹ La política financiera buscaba sin lugar a dudas reducir la vulnerabilidad de la economía nacional frente al exterior, mediante:

- un ambiente macroeconómico estable
- un sistema financiero promotor del ahorro y de la inversión productiva
- una política fiscal que fomentara el ahorro y la inversión
- la generación de recursos de largo plazo provenientes de la seguridad social
- utilizar el ahorro externo como complemento del interno

Los objetivos enmarcados en el PRONAFIDE asistieron claramente al reconocimiento de la dependencia por el ahorro externo y a la necesidad imperiosa de generar recursos propios para minimizar aquel. En base a estas dos premisas se buscó modernizar la estructura financiera con instituciones que facilitarían la inversión del pequeño y mediano ahorrador, diversificando los

¹³⁹ "PRONAFIDE"; Diario Oficial de la Federación 7 Nov. 1997

riesgos y abriendo el abanico de instrumentos tanto en plazo como en rendimientos, así como alcanzar una mayor eficiencia en el proceso de intermediación financiera que redujera costos y magnificara ganancia.

Todo este conglomerado de acciones intentaba incrementar el caudal de ahorro privado nacional a la vez de reducir el consumo e incentivar el ahorro y abatir la inflación.

Para lograr el ascenso en el nivel de ahorro nacional y tras una crisis económica aguda, la administración pública federal se propuso defender la disciplina y congruencia macroeconómica y propiciar una creciente recuperación del poder adquisitivo de la población y en consecuencia albergar un excedente de capital.

Lo anterior sólo sería posible con políticas acordes al objetivo principal; en ese sentido la política fiscal (ingreso-gasto) resultaba una de las herramientas esenciales del gobierno para fomentar el ahorro, manteniendo finanzas públicas sanas y mecanismos fiscales que incentivaran el ahorro.

Asimismo, la crisis del 94 alcanzó niveles dramáticos, fue producto de la excesiva dependencia por el ahorro externo, capital que mayoritariamente se localizaba en valores de vencimiento a corto plazo. Para el gobierno del presidente Zedillo constituía un objetivo de la política financiera reducir la dependencia por el ahorro externo (principalmente especulativo), acción que llevó a considerar a este tipo de ahorro como complemento del interno. Es de destacar este postulado en el entendido de adoptar por parte del gobierno federal una filosofía de franca defensa del ahorro interno y reducir en lo subsecuente la subordinación de este frente al ahorro internacional especulativo, postulado que por cierto, se comprobaría en 1998 y 99 con la crisis financiera internacional.

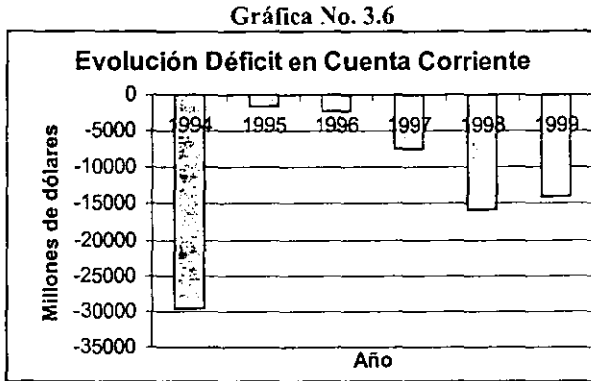
3.3.5 Efectos Económicos de los Flujos Internacionales de Capital (1996-1999)

3.3.5.1 Cuenta Corriente

3.3.5.1.1 Balanza de Servicios

En 1994 el déficit de cuenta corriente importaba el 7% del Producto Interno Bruto, saldo influido tanto por un exceso de importación de bienes como por un déficit en importaciones de servicios factoriales. Tras la crisis desatada el 22 de diciembre de 1994, el déficit en cuenta corriente mantenido por varios años en niveles muy altos, se contrajo drásticamente en 1995 y en los años posteriores el panorama ha sido esencialmente creciente para este indicador

Entre 1996 y 1999 el saldo en cuenta corriente resultó negativo por un monto promedio de 1.97% del PIB. (Ver gráfica No. 3.6)



Fuente: Banxico; "Informe Anual 1999"; México, Banco de México, 1999; p.41

Como se puede observar, la evolución de la cuenta corriente mexicana después de la crisis del 94-95 ha tendido a elevarse nuevamente, consecuencia ello de la revaluación de nuestra moneda y de un incremento en las importaciones por una demanda interna y consumo privado mayores. Sin embargo, a diferencia de 1994, este déficit es financiado ahora fundamentalmente por inversiones de largo plazo, en específico por Inversión Extranjera Directa, no así por inversión especulativa, la cual ha reducido su presencia en el sistema financiero nacional en comparación a 1993.

La balanza de servicios factoriales en el periodo 96-99, tiempo que comprende el grueso de la administración zedillista, registró generalmente un saldo negativo debido al pago del servicio de la deuda tanto pública como privada, es decir, egresa un mayor número de recursos de los que ingresan por el concepto de servicios financieros. De 1996 a 1999 el pago de intereses se mantuvo moderadamente estacional, ya que la disminución en el pago del servicio de deuda del sector público fue compensado por el incremento en el pago de intereses del sector privado.

En 1996 el total de servicios factoriales fue deficitario en 13,940 millones de dólares, monto superior al de 1995 en 650 millones, cabe mencionar que para 1996 no se tenían ya vencimientos de deuda denominada en Tesobonos, por lo que la carga de intereses para el sector público se redujo en casi 500 millones de dólares, empero, el saldo de intereses

pagados por el sector privado se incrementó en 335 millones de dólares con respecto a 1995.

“La evolución de los egresos factoriales totales refleja en buena medida el comportamiento de las utilidades de las empresas con participación extranjera radicadas en el territorio nacional.”¹⁴⁰

Para 1997 los servicios financieros registraron una reducción de 1150 millones de dólares respecto a 1996, totalizando un déficit de 12,790 millones.

Dentro del ramo de servicios factoriales, además del pago de intereses por deuda contraída con el exterior, así como sus ingresos por el mismo concepto, se integran los ingresos por regalías, asistencia técnica y sueldos de los residentes de la economía mexicana en el exterior y los egresos por los mismos apartados de los residentes extranjeros que prestan sus servicios en nuestro país. En 1997 este rubro de la balanza de servicios factoriales contribuyó a la concentración del déficit en la materia con un monto de 4.3% menor a 1996. Asimismo, los intereses pagados al exterior por el sector público sufrieron una disminución integrada de 1237 millones de dólares, para quedar en 7493 millones. De ese total, 6971 millones de dólares fueron de intereses por pasivos denominados en moneda nacional. Las dos cantidades resultaron menores al saldo de 1996.

“Ambas caídas en tales erogaciones reflejaron principalmente disminuciones en el pago de intereses al exterior por parte del sector público, lo que a su vez fue consecuencia tanto de una reducción en el saldo de la deuda pública externa como de menores tasas de interés, tanto externas como internas.”¹⁴¹

Por su parte, el sector privado incrementó el servicio de su deuda en 312 millones con respecto a 1996 para quedar en 4993 millones de dólares. Es de resaltar la disminución en el componente de esta cantidad del sector bancario quien redujo el pago de intereses en 156

¹⁴⁰ Banxico; “Informe Anual 1996”; México, Banco de México, 1997; 279 pp, p.177

¹⁴¹ Banxico; “Informe Anual 1997”; México, Banco de México, 1998; 272 pp, p.208

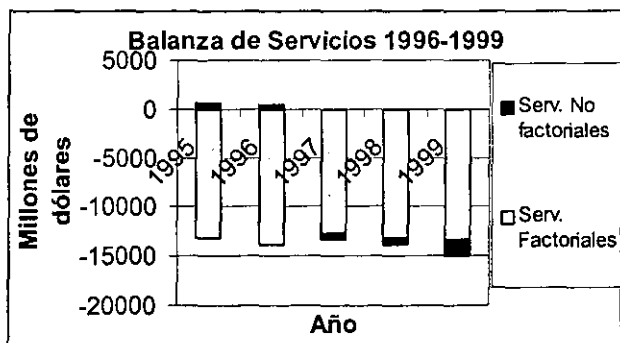
millones de dólares para quedar en 1537 millones, en tanto el sector no bancario lo incrementó en 468 millones, totalizando 3456 millones.

En 1998, año adverso para la economía internacional, ingresaron al país por concepto de intereses de deuda 4034.3 millones de dólares y egresaron 12,481.9, una diferencia negativa de 8447.6 millones de dólares. Otros conceptos de servicios financieros tuvieron saldo negativo de 4818.3 millones de dólares, integrándose así un déficit de la balanza de servicios factoriales por 13,266 millones de dólares, monto superior en 476 millones de dólares en comparación al año precedente.

En 1999, un año relativamente más estable para los mercados financieros internacionales, el rubro de servicios financieros aumentó en tan sólo 82 millones de dólares en comparación a 1998, para alcanzar un total negativo de 13,348 millones; de esta cantidad 8828 millones correspondieron a pago de intereses y 4520 a otro tipo de pagos como regalías y asistencia técnica del exterior. Esta ampliación en el déficit de servicios financieros radicó principalmente en un mayor endeudamiento y por consecuencia un mayor pago de intereses por parte del sector privado y de una mayor colocación de bonos por este mismo sector.

En suma, es necesario añadir la importancia que tiene el rubro del pago de intereses al exterior como indicativo de la evolución o involución que presenta la contratación de deuda, elemento decisivo en el criterio de los intermediarios financieros e inversionistas privados en la colocación de deuda en cartera. (Ver gráfica No. 3.7)

Gráfica No. 3.7



Fuente: Banxico, "Informe Anual 1999": p.121

Entre 1996 y 1999 ingresaron en total por concepto de intereses 15,239.9 millones de dólares y egresaron 51,256 millones, una diferencia de más del 300%. Como antecedente, 1995 fue el año donde se registró el mayor saldo de egresos por concepto de intereses por un total de 13,575.4 millones de dólares, cifra mayor a cualquiera de los años recientes.

Por otro lado, la balanza de servicios no factoriales (que incluyen todos aquellos referentes a turismo, fletes y seguros, gastos portuarios) totalizó entre 1996 y 1999 ingresos por 45,873.6 millones de dólares y egresos por 48,034 millones, un saldo negativo en los cuatro años de 2160.4 millones de dólares.

El total de transferencias registradas entre 1996 y 1999 importó un ingreso total de 22,213.6 millones de dólares y egresos por 107.8 millones, con un saldo positivo de 22,105.8 millones de dólares.

3.3.5.1.2 Balanza Comercial

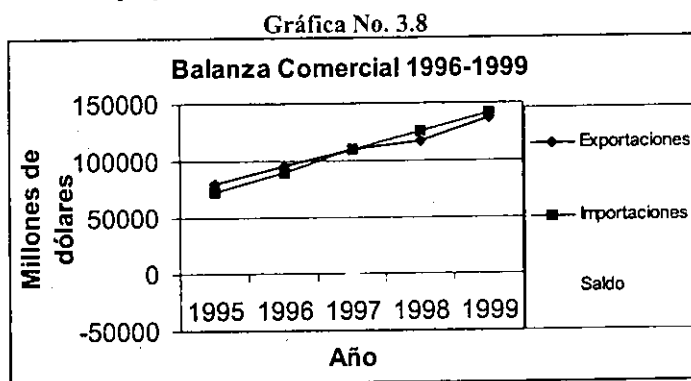
El sector comercio es un valioso elemento de la globalización financiera; como vimos en el primer y segundo capítulo, con tratados de libre comercio se han vinculado además acuerdos financieros decisivos en la movilidad de los flujos de capital, en particular de cartera, al simplificar requisitos de inversión tanto en la entrada y salida de los mismos.

Para México, el comercio de bienes con el exterior ha fructificado en la firma de varios tratados de libre comercio, dentro de los que destaca el Tratado de Libre Comercio con América del Norte y el Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea, colocando a la economía mexicana en blanco de inversiones extranjeras, principalmente de Inversión Extranjera Directa, no así de inversión en cartera, ya que a raíz de la crisis de 1994 ha sido difícil y lenta la recuperación en este ámbito, fundamentalmente por un ambiente externo volátil y en menor medida por un tipo de cambio flexible que dificulta los rendimientos en esta clase de inversiones.

El comercio mexicano por tanto se convirtió en el sector más dinámico de la economía, posicionando a México al final de 1999 en el octavo exportador mundial y constituyéndose además en el rubro que apoyó en mayor medida la recuperación económica.

“Así, hay evidencia a favor de la hipótesis de Kruger-Tornell en que el acceso al mercado financiero de E.U. por firmas mexicanas que operan en el sector comercial fue una característica de la recuperación económica después de 1995.”¹⁴²

De 1996 a 1999 se reportó un ingreso por venta de mercancías al exterior (petroleras y no petroleras) por 460,594.1 millones de dólares e importaciones por un total de 466,713.5 millones de dólares, una diferencia de 6119.4 millones. El índice de la balanza comercial en 1995 registró un drástico cambio con tendencia a un superavit, sin embargo, en la medida en que se ha ido revaluando el peso y mejorando las condiciones externas de consumo, este indicador continuó una pensión creciente hacia el déficit. (Ver gráfica No. 3.8)



Fuente: Banxico; "Informe Anual 1999"; p.212

3.3.5.2 Cuenta de Capital

3.3.5.2.1 Inversión Extranjera Directa

Acorde con los avances en materia comercial, México se mantuvo como una de las economías emergentes más favorecidas por los inversionistas al igual que China a pesar del volátil ambiente internacional en las economías sudorientales que enfrentaron las llamadas crisis dragón, en Rusia Vodka y en Brasil samba.

Las excelentes expectativas de los inversionistas en IED tanto a mediano como largo plazo hicieron posible el ingreso importante de capitales a México, lo cual permitió que el déficit en cuenta corriente fuera financiado casi en su totalidad con inversión directa, impactando

¹⁴² Lederman, Daniel, et. al.; "México, Five years after the crisis"; USA, World Bank, Abril 13, 2000; p.28

positivamente las perspectivas de estabilidad y crecimiento de nuestra economía, retroalimentando así el ingreso de más capital y corroborando la correcta dirección en materia económica y comercial del presidente Zedillo.

De 1996 a 1999 la IED se mantuvo en relativo ascenso, salvo con cierto declive en 1998 y 1999 por la crisis internacional, para totalizar conjuntamente en ese lapso 44893.9 millones de dólares, siendo 1997 el año más favorecido por este tipo de inversiones con 12829.6 millones.

3.3.5.2.2 Mercado Accionario

Como se analizó en el Capítulo 2, uno de los componentes de la inversión en cartera refiere su elevado nivel de especulación y por lo tanto de riesgo. El periodo 1996-1999 significó para la economía mexicana un periodo de prueba económica frente a los embates del exterior.

“En el camino se encontraron obstáculos importantes, algunos de ellos de enorme magnitud; así por ejemplo, de manera destacada, en 1998 nuestra economía sufrió y vivió una muy severa droga de inestabilidad de los mercados financieros desatada originalmente por la situación en algunos países asiáticos, situación a la cual siguió después la circunstancia en Rusia y posteriormente en Brasil, significó un grave problema para nuestra propia economía, pero que no se detuvo ahí, sino que además tuvimos en ese año un dramático desplome en los precios del petróleo, lo que acarreó una pérdida en ingreso petrolero equivalente a más del 1% del producto nacional.”¹⁴³

Condiciones coyunturales como las mencionadas desestabilizaron el mercado financiero mexicano, el tipo de cambio, las tasas de interés y en consecuencia, también el mercado accionario. Los efectos de arrastre no se hicieron esperar en los mercados emergentes del resto del mundo; los movimientos de capital especulativo transfronterizos sufrieron

¹⁴³ Palabras del presidente Ernesto Zedillo en la sesión inaugural de Asociación de Banqueros de México A.C.; “63 Convención Bancaria”; México, ABM, 2000; p.28

modificaciones en sus perspectivas de riesgo ante los escenarios adversos de devaluaciones y crisis bancarias en Asia, Rusia y Brasil y otros mercados financieros menores.

En este entorno y dada la conectividad existente entre el mercado de valores nacional y los mercados financieros internacionales los efectos de contagio se propagaron inmediatamente al escenario nacional.

1996 fue un año de consolidación macroeconómica en México que coronó sus esfuerzos en el mercado accionario con un incremento en el monto de transacciones totales por 2800.6 millones de dólares, a diferencia de 1995, año en que sólo se logró un financiamiento total de 519.2 millones de dólares. Lo anterior se logró en buena medida a una mayor estabilidad en las variables económicas y en un ambiente externo sin sobresaltos considerables.

“El mejoramiento en el desempeño de la economía durante 1996 se debe principalmente a la ligera reactivación de la demanda interna, que se generó a partir del primer semestre del año y que se explica debido a las perspectivas crecientemente favorables que han tenido las empresas y las personas físicas al incremento modesto del empleo, del PIB y finalmente, a la tendencia decreciente de las tasas de interés nominales y reales.”¹⁴⁴

De esta manera 1996 significó avances importantes en la innovación financiera para la Bolsa Mexicana de Valores, al integrar el BMV-SENTRA (Sistema Electrónico para la Negociación de Transacciones Accionarias) mismo que permitió operar la totalidad de las acciones a través de un ordenador a distancia. De igual modo, se inauguró el Mercado Mexicano para la Mediana Empresa (MMEX) con el objeto de suplir al Mercado Intermedio.

El Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana inició el año en 2929.43 puntos y terminó en diciembre de 1996 con un nivel de 3361.03, un incremento del 20.97%. El nivel más bajo se registró el 8 de marzo con 2736.36 puntos y su nivel más alto se alcanzó el 27 de agosto del mismo año con 3433.75 puntos, con una operatividad –sin incluir ofertas públicas– por 275,533 millones de pesos, un promedio diario de 1093 millones de pesos,

¹⁴⁴ Bolsa Mexicana de Valores; “Anuario Bursatil 1996”; México, BMV, 1997; p.6

esto es, 32.28% más que en 1995. El valor de capitalización se colocó en 838,682 millones de pesos, 20.02% más que al cierre del año previo. Se manejó un volumen total de acciones a lo largo de 1996 de 24,464 millones de acciones, con un promedio diario de 97.08 millones de acciones, 10% más que en 1995.

Los warrants reportaron un total de 190.9 millones de títulos por un monto de 704 millones de dólares. Por su parte, la inversión extranjera en el mercado accionario se incrementó en 26.36% respecto a 1995, con un aporte financiero de 30,979 millones de dólares.

Para 1997 el panorama en el mercado de valores fue de crecimiento, aunque para la segunda mitad del año el Índice principal de la BMV se mostró más volátil producto de los primeros indicios de la crisis asiática, la cual estallaría en toda su plenitud hacia 1998.

En 1997 como parte de la innovación financiera y con objeto de reducir la información asimétrica, se incluyó dentro del mercado de valores mexicano el Sistema de Calificación de Valores (SICAL) que comunica en tiempo real a las empresas calificadoras de valores y a la BMV para efecto de lograr toma de decisiones más seguras. De igual modo, se desarrolló el Sistema de Tasas de Interés (SITAIN) que buscaba calcular y validar las tasas de interés para el mercado secundario.

“Se trata de una serie de nuevos productos financieros que tienen un triple objetivo: administrar la inestabilidad de las tasas de interés y cambiarias pasando de un compartimento del mercado interno a otro (tasa variable-tasa fija; mercado al contado-mercado a plazos) y de una divisa a otra. La desreglamentación y las innovaciones convergieron para proteger a los operadores contra la incertidumbre, permitiéndoles fabricar la divisa de su elección teniendo de entrada una óptica multidivisas que implica justamente la globalización del mercado.”¹⁴⁵

Con los adelantos técnico-operativos alcanzados durante el año, el Índice de Precios y Cotizaciones sorteó exitosamente los rumores internacionales de crisis, incrementándose el índice principal de la Bolsa Mexicana en 55.59% respecto a 1996. Al inicio del año el IPC

¹⁴⁵ Guillen Romo, Hector; “Globalización financiera y riesgo sistémico” en Comercio Exterior; México, Bancomext, Nov. 1997; p.872

se encontraba en 3359.46 puntos y al cierre de 1997 se colocó en 5229.35 puntos, lo cual indica el gran dinamismo alcanzado. Cabe apuntar que el 50.78% de crecimiento reportado en ese año se logró en los primeros siete meses del año, registrándose para el mes de agosto una contracción del 8.28% y para octubre del mismo año otra reducción del 12.66%, circunstancia indicativa de la incertidumbre externa.

“El contagio vertical se explica por la interconexión de los mercados. En efecto, la integración vertical de estos avanza cada día más. A la interdependencia de los mercados monetarios y financieros mediante la tasa de interés, se añade la que se presenta en las cotizaciones de las acciones y las de las obligaciones. Fuera de estos canales clásicos de transmisión hay que tomar en cuenta de hoy en adelante los vínculos entre los mercados financieros y los de cambios, entre los financieros y los de instrumentos a plazos, entre los de cambios y los de opciones, etc.”¹⁴⁶

El valor de capitalización del mercado creció 50.53% en 1997 con un monto de 1,262,468.80 millones de pesos; se realizaron negociaciones por 24,713.7 millones de títulos, con una operatividad accionaria, descontando ofertas públicas por 385,170.9 millones de pesos y un promedio diario de 1546 millones de pesos.

El Índice México alcanzó los 334.53 puntos con un rendimiento anualizado de 47.70%. Del mismo modo, el Índice del Mercado para la Mediana Empresa registró un crecimiento anual de 127.66%, negociándose 2431.81 millones de pesos y colocando al índice en 248 puntos, esto es, 43.21% más que en 1996 con transacciones que integraron 612.04 millones de acciones, 294.15% mayor que en el año previo.

Las negociaciones con warrants reportaron un total de 707.35 millones de pesos, 3.69 millones más que en el año anterior, con un volumen total de 76.05 millones de títulos negociados.

¹⁴⁶ Ibid. p.874

Por su parte, la inversión extranjera en el mercado accionario creció 58.07% con un monto acumulado de 48,967.99 millones de pèsos, 31.35% del total de capitalización del mercado. Durante 1998 las condiciones en el mercado accionario mexicano se tornaron difíciles y preocupantes para los inversionistas privados dada la coyuntura económica internacional antes referida.

*"...debe aclararse que esta disminución se atribuye totalmente a una reducción de la inversión extranjera de cartera, cuyo flujo cayó de 9 mil 549 millones de dólares en el primer semestre de 1997 a 2555.1 millones de dólares en el mismo lapso de 1998."*¹⁴⁷

El Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV inició sus operaciones anuales en 5204 puntos y concluyó al 31 de diciembre del mismo en 3959.66 puntos, significando una contracción a lo largo del año del 24.28% respecto al mismo periodo del año antecedente. El nivel más alto se registró el 7 de abril con 4866.70 puntos y el nivel más bajo el 31 de agosto. Durante los 12 meses del año se presentó un ambiente adverso para las operaciones en bolsa, alcanzando su punto más crítico en el mes de agosto, periodo en el que se llegó a perder el 42.79% del IPC, cifra sugerente acerca del nerviosismo presente entre los inversionistas. Para esa fecha la crisis asiática y rusa tuvieron su etapa más álgida, provocando en consecuencia la propagación de la incertidumbre financiera en el resto de los mercados financieros del mundo. Para fortuna de los inversionistas, la intervención de organismos multilaterales en la evolución de la crisis internacional contuvo la especulación y aunado a una efectiva política monetaria y fiscal por la administración pública en México, el mercado de valores inició su periodo de recuperación al término del año con un saldo negativo con base a la capitalización del mercado de 907,366 millones de pesos, 28.13% menos que el año de 1997.

"Finanzas sanas e instituciones gubernamentales sólidas, tipos de cambio flexibles y regulaciones prudentes de los flujos de capital de corto

¹⁴⁷ SHCP 1998; op. cit. p.16

plazo, en adición a fuertes fundamentos macroeconómicos y un manejo prudente de la deuda pública, pueden asegurar medidas significativas frente a probables y potenciales costos de crisis financiera."¹⁴⁸

Las transacciones efectuadas en el mercado accionario en 1998, sin incluir las ofertas públicas, alcanzaron los 274,353 millones de pesos, con un promedio diario de 1097 millones de pesos, esto es, una contracción del 29.02% respecto a 1997, negociando un volumen de 18000 millones de títulos, 72.01 millones de títulos en promedio por jornada, lo cual es 27.49% menos que en 1997.

El Índice México se colocó al inicio de 1998 en 331.63 puntos y cerró en 232.48 puntos, una pérdida acumulada de 30.51%. Por su parte el Índice de la Mediana Empresa (MMEX) se contrajo 49.25 puntos respecto a 1997, quedando en 125.99 puntos, operando un total de 1376 millones de pesos, con una compra y venta de 334 millones de acciones, cantidad 63.42% menor a 1997.

La inversión extranjera en 1998 dentro del mercado accionario totalizó 32,579 millones de dólares, representando el 35.91% del valor de capitalización del mercado. Tal cantidad significó una reducción de la inversión foránea en 33.47% si se compara con la inversión de 1997.

1998 constituyó un año de inestabilidad económica en el sector externo, sin embargo, también existieron factores internos que afectaron la dinámica del mercado accionario, originados fundamentalmente en incertidumbre por las nuevas reglas jurídicas a implementarse en el sistema financiero nacional. Recordemos que la normatividad oficial es también una condicionante de los flujos especulativos.

"Debe considerarse el efecto negativo sobre el valor de las acciones del sector financiero, generado por la incertidumbre sobre la aprobación de las iniciativas de ley en materia financiera enviadas por el Ejecutivo federal al H. Congreso de la Unión al inicio de 1998. Lo anterior se

¹⁴⁸ Perry, Guillermo E. y Lederman, Daniel; "Adjustments after speculative attacks in Latin America and Asia: a tale of two regions?"; USA, World Bank, Junio 1999; p.31

reflejó en la disminución del precio de mercado de las acciones de los grupos financieros más importantes."¹⁴⁹

1999 se consideró como el año de la recuperación tras la crisis internacional de 1998. El IPC de la Bolsa Mexicana inició su jornada anual en 3835.73 puntos y cerró el 31 de diciembre en 7129.88 puntos, lo que significó un incremento acumulado del 80.06%, crecimiento en términos reales del 60.3%. El nivel más bajo se presentó el 13 de enero y el nivel más alto el último día del año.

El Índice México alcanzó un crecimiento del 72.74% al cerrar el año en 401.59 puntos. De acuerdo al Banco de México, estos fueron los factores que propiciaron una mejoría substancial en el mercado de valores:

*"1) la mejoría del entorno externo; 2) la persistencia del dinamismo del mercado de valores de los Estados Unidos; 3) una menor prima de riesgo para invertir en los mercados emergentes; y 4) el fortalecimiento de la economía mexicana."*¹⁵⁰

La inversión extranjera elevó su participación en el mercado accionario mexicano de 35.91% del valor de capitalización del mercado en 1998 al 43.44% en 1999 con un monto total de 153,488.50 millones de dólares, lo cual indica la mejoría en las expectativas de los inversionistas.

Es importante destacar la preponderancia que tiene la inversión extranjera en cartera en el mercado de valores nacional, ya que la cifra de 43.44% no se presentaba desde la crisis de 1994 y 95.

Tabla 3.5
Inversión Extranjera en Cartera
(Millones de dólares)

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-----------------|---------|---------|----------|--------|---------|--------|--------|
| Total | 18122.3 | 1858.4 | -13340.4 | 3708.1 | -3800.1 | -451.5 | 3900.6 |
| Mer. Accionario | 10716.6 | 4083.7 | 519.2 | 2800.6 | 3215.3 | -665.6 | 3769.2 |
| Mer. Dinero | 7405.7 | -2225.3 | -13859.6 | 907.5 | 584.8 | 214.1 | 131.4 |

Fuente: Banxico; "Informe Anual 1999"; p.220

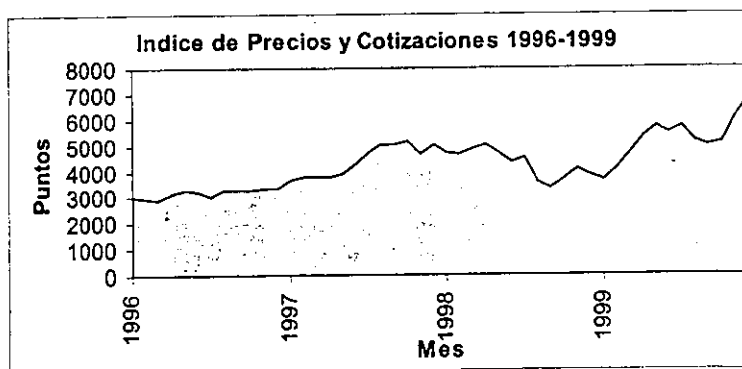
¹⁴⁹ Banxico; "Informe Anual 1998"; México, Banxico, 1999; 259 pp, p.155

¹⁵⁰ Banxico; "Informe Anual 1999"; México, Banxico, 2000; 227 pp, p. 72

El caso de los ADR's es ejemplo de esta situación: en 1995 el monto de ADR's y GDR's se redujo en 28.06% producto de la crisis económica con un monto de 15,223.50 millones de dólares; para 1996 esta diferencia se había reducido a un saldo negativo de -0.76%; para 1997-1998 el saldo de la participación foránea se incrementó en promedio 4 puntos porcentuales para alcanzar un saldo positivo de 3.57% en dicho bienio. En 1999 los ADR's y GDR's que cabe señalar –constituyeron las $\frac{3}{4}$ partes de la actividad bursátil extranjera en México- se elevaron hasta un monto de 41,55.1 millones de dólares, esto es, un crecimiento del 21.91% con respecto a 1998. Rubros como el Fondo México, las Acciones de Libre Suscripción, los Warrants, muestran un comportamiento muy similar al del IPC, salvo el Fondo Neutro (es aquella inversión realizada en sociedades mexicanas o en fideicomisos autorizados y no se computa para determinar el porcentaje de inversión extranjera en el capital social de sociedades mexicanas¹⁵¹) mismo que reportó en 1998 un incremento del 10.15% (cuando la norma era a la baja) y en 1999 registró una disminución del 4.16%. (Ver gráfica No. 3.9)

La colocación de bonos en los mercados internacionales de capital mejoró sustancialmente entre 1996 y 1999, a excepción de 1998.

Gráfica No. 3.9



Nota: Índice calculado con base en el promedio mensual
Fuente: Elaboración propia con base en BMV; "Anuario Bursátil 1996-1999";

¹⁵¹ Para más información vease "Ley de Inversiones Extranjeras" Título Quinto, publicada en DOF el 15 de Diciembre de 1993

*"Como consecuencia lógica, se desataron salidas de capital de las economías en desarrollo (principalmente en los meses de agosto y septiembre de 1998), en particular de aquellas con finanzas públicas desequilibradas, sistemas financieros débiles y regímenes de tipo de cambio predeterminados."*¹⁵²

Pese a ello, México logró colocaciones en el exterior suficientes para financiar proyectos de inversión.

Al tiempo que el riesgo-país se difuminó en buena medida por las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, México logró ampliar el plazo de sus colocaciones en los mercados de capital hasta por 30 años en un bono global colocado en 1999, indicio el cual mostró el retorno de la confianza inversionista en la economía mexicana. Como se dijo oportunamente, en la medida en que se incremente la confianza de los inversionistas mediante políticas económicas viables, se podrán ampliar los plazos de vencimiento de valores colocados en el exterior, como es el caso de los valores de países desarrollados. Muestra de ello es la nueva visión del mercado de valores mexicano ante las agencias calificadoras, que para 1999 modificaron la calificación de deuda soberana de México de largo plazo denominada en moneda extranjera; Moody's calificó a la deuda positivamente de Ba2 a Ba1 y Standard & Poors la cambió de estable a positiva. El secretario de Hacienda de México sintetizó así dicho logro:

*"Se ha incrementado la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros. De ahí que se haya mejorado la calificación de la deuda mexicana y que ahora se encuentre en revisión al alza con la posibilidad de que le sea otorgado al país el grado de inversión."*¹⁵³

¹⁵² Banxico 1999; op. cit. p.14

¹⁵³ Palabras del secretario de Hacienda y Crédito Público, José Angel Gurria Treviño en la Primera Sesión Plenaria de la Asociación de Banqueros de México; op. cit. p.35

Mercados como el nipón, estadounidense, italiano, londinense, portugués, alemán y en el de la Unión Europea se colocaron bonos globales mexicanos con una buena acogida por los inversionistas para totalizar entre 1996 y 1999 un monto por 36,478.1 millones de dólares.

Tabla 3.6
Colocaciones en los Mercados Internacionales
(Millones de dólares)

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-----------|----------|---------|---------|---------|
| Total | 16,557.3 | 8,904 | 4,848.3 | 6,168.5 |
| Gub. Fed. | 15,001.8 | 7,170.7 | 1,998.2 | 5,181.4 |
| Pemex | 792.6 | 1,183.3 | 2,420.1 | 687.1 |
| Nafin | 359.1 | 250 | 430 | 300 |
| Bancomext | 203.8 | 300 | -- | -- |
| Banobras | 200 | -- | -- | -- |

Fuente: SHCP; Informe Hacendario Abril-Junio 1996 a Informe Hacendario Enero-Marzo 2000

En las colocaciones de valores gubernamentales en el exterior se logró al fin del periodo aumentar el plazo de vencimiento promedio de las colocaciones a 8.4 años. Por su parte, el sector bancario y no bancario registró una evolución disímboles en el periodo de estudio. Entre 1996 y 1999 el sector bancario no adquirió pasivos con el exterior, por el contrario se desendeudó en 6172.7 millones de dólares, mientras que el sector privado no bancario adquirió deuda externa por 21,443.4 millones de dólares. Es relevante señalar que gracias a la revalorización de los activos nacionales y a la política económica implementada después de la crisis tanto el sector público como el privado han mejorado sus expectativas de colocación de valores en el exterior.

En 1996 el endeudamiento del sector no bancario logrado mediante la colocación de bonos fue de 736 millones de dólares; 1997 se consolidó como un año de recuperación para el sector no bancario con 26 colocaciones de bonos y notas en el exterior con plazos de 3 a 15 años por un monto de 2,787 millones de dólares; para 1998 las circunstancias de crisis internacional restringieron efectivamente la disponibilidad de recursos en el mundo, lo cual se tradujo en una mayor desconfianza por parte de los inversionistas hacia los valores de países emergentes por el riesgo inherente a devaluaciones y caída en los activos.

"Con la noción de confianza se reconoce la presencia en la evaluación financiera de una dimensión colectiva que hace del precio una realidad no reductible al juego mecánico de los fundamentales. El precio ya no es un simple reflejo de restricciones objetivas de escasez: pone igualmente en juego un juicio colectivo, el de la comunidad financiera, que como tal

*constituye una totalidad activa, dotada de intereses y creencias más o menos fundadas.*¹⁵⁴

En este entorno, se colocaron por concepto de bonos y papel comercial en 1998, 2331 millones de dólares, cifra menor en 456 millones al año anterior.

Para 1999 el endeudamiento externo del sector privado ascendió a 5065 millones de dólares, monto que provino en su totalidad del sector no bancario, pues el sector bancario se desendeudó por 1721 millones. En suma, la mejoría en las condiciones externas de la empresa mexicana redituó en un aumento del plazo promedio de las colocaciones que se situó en 1999 en 6.4 años.

Tabla 3.7
Endeudamiento Externo del Sector Bancario y No Bancario
(Millones de Dólares)

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------------------|--------|----------|--------|----------|
| Total sector bancario | -1,655 | -1,869.4 | -927.8 | -1,720.5 |
| Total sector no bancario | 2,704 | 5,489 | 6,465 | 6,785.4 |

Fuente: Elaboración propia con base a Banxico, "Informe Anual 1999", México, Banco de México.

3.3.5.2.3 Mercado de Dinero

El mercado de dinero ofrece las posibilidades de fondeo generalmente en operaciones de corto plazo. En el mercado de dinero uno de los principales emisores de valores lo constituye el gobierno federal a través de diferentes instrumentos de deuda, al igual que el sector privado y bancario realizan operaciones de compra y venta en este mercado.

Los valores gubernamentales señalados como deuda interna ocupan un rol esencial dentro de la política monetaria y fiscal del gobierno mexicano al administrar por un lado liquidez al mercado y por el otro como proveedores de recursos a la administración pública mexicana.

En el periodo de análisis la composición de los valores gubernamentales se constituye de Cetes (Certificados de la Tesorería), Bondes (Bonos de Desarrollo), Ajustabonos (bonos Ajustables) y Udibonos, instrumentos todos (exceptuando los Ajustabonos) que han

¹⁵⁴ Orléan, André; "Contagion spéculative et globalisation financière: quelques enseignements tirés de la crise mexicaine" en *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*; Paris, Económica, 1996; p.39

incrementado su circulación en el mercado, esto gracia a una política de deuda interna más controlada y administrable.

“Se ha venido haciendo con la deuda interna lo que se había venido haciendo con la deuda externa, en cuanto a mejorar su perfil de pagos, había que partirla en pedazos más pequeños y distribuirlos uniformemente en el tiempo.”¹⁵⁵

Mediante la colocación de valores gubernamentales después de la crisis de 1995 ha sido posible financiar prácticamente en su totalidad el déficit fiscal, así como mejorar la cartera de vencimientos. Así podemos observar que de 1995 a 1999 se ha presentado un crecimiento sostenido en la colocación de valores gubernamentales, esto después de una caída a casi la mitad de 1994 a 1995.

Durante el periodo 96-99 la tendencia fue de creciente demanda de valores, en especial en lo que se refiere a los Bondes, los que han exhibido una mayor demanda por el mercado, debido a que estos revisan su tasa de interés cada mes o cada tres meses.

“Los Bondes son muy eficientes para ayudar a extender los plazos de la deuda, nos han ayudado a tener una distribución más uniforme de los vencimientos, pero desgraciadamente no nos ayudan mucho en términos de tener menor exposición de las finanzas públicas a cambios en las tasas de interés.”¹⁵⁶

En cambio, los valores en Ajustabonos tendieron a reducirse gradualmente en los cuatro años para alcanzar el nivel de 0 Ajustabonos en circulación al 31 de diciembre de 1999. Los Bondes y Udibonos, valores con un objetivo de cobertura de riesgo, han incrementado su participación en el mercado hasta en un 500 y 1400% respectivamente de 1996 a 1999. Por

¹⁵⁵ García-Moreno Elizondo, Carlos; “Desarrollo en México del mercado de deuda a mediano y largo plazo” en Asociación de Banqueros de México; op. cit. p.71

¹⁵⁶ Idem

el contrario, durante el mismo lapso, los Certificados de la Tesorería (Cetes) mantuvieron una inclinación a la estacionalidad, a pesar de ser los valores más líquidos del gobierno.

“Las limitantes a la extensión de los plazos de la deuda en pesos a tasa fija llevaron a la creación de instrumentos ligados a la inflación, los Ajustabonos y los Udibonos al tipo de cambio, los Tesobonos y los Petrobonos a las tasas de interés de corto plazo.”¹⁵⁷

Ciertamente el mercado de valores mexicanos dista mucho de alcanzar la madurez necesaria para lograr colocación de valores en tasa fija a plazos más largos, como sucede en los mercados financieros de países desarrollados, en los cuales se encuentran perfectamente sincronizadas la colocación de valores del gobierno y el deseo de invertir de instituciones y particulares, toda vez que estos últimos guardan absoluta confianza en el pago y redituabilidad de los instrumentos, al ser dichos valores de muy alta liquidez en el mercado secundario. Empero, se debe reconocer el avance en materia financiera que ha tenido el gobierno, así como a una serie de decisiones encaminadas a obtener finanzas públicas sanas y disciplina fiscal, lo que ha conducido a una ampliación en los plazos de vencimiento de los valores gubernamentales.

“El plazo promedio de vencimientos de los valores gubernamentales en circulación ha pasado de 292 días en promedio en 1995 a 561 días al cierre de 1999. Este plazo de vencimiento se compara favorablemente con el correspondiente al último año de la administración anterior que era de 306.4 días.”¹⁵⁸

La ampliación en los plazos de vencimiento de los valores gubernamentales tiene 2 puntos a considerar por un lado favorece una mayor estabilidad en las finanzas públicas al reducir el factor de riesgo de insolvencia y mejorar el panorama de la deuda interna; por otra parte,

¹⁵⁷ Idem

¹⁵⁸ SHCP; “Desempeño, fortaleza y evolución reciente de la economía mexicana 1995-2000”; México, SHCP, 2000; p.8

se sientan las bases para la construcción de un mercado de dinero más dinámico y eficiente, menos vulnerable y más sólido como sucede con los mercados industrializados.

Tabla 3.8
Colocación de Deuda Interna del Sector Público a través de Valores
(Millones de Pesos)

| Saldos al final de | Circulación total de valores | Cetes | Bondes | Ajustabonos | Udibonos |
|--------------------|------------------------------|---------|---------|-------------|----------|
| 1996 | 161,572 | 62,114 | 67,849 | 26,252 | 5,357 |
| 1997 | 272,210 | 137,813 | 81,766 | 15,950 | 36,678 |
| 1998 | 353,240 | 127,600 | 151,836 | 10,970 | 62,833 |
| 1999 | 546,324 | 129,045 | 337,271 | -- | 80,008 |

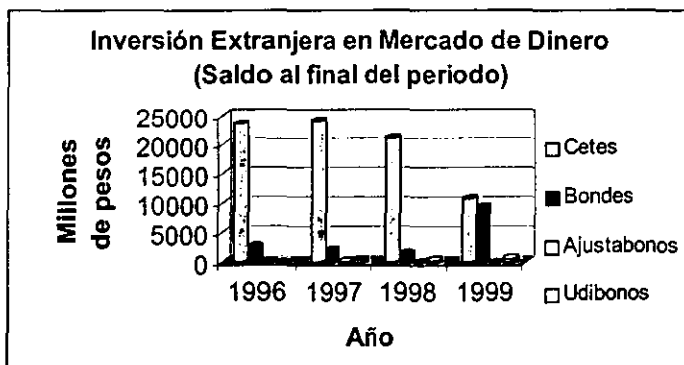
Fuente: Banxico, "Informe Anual 1999"

Asimismo, la inversión extranjera en valores gubernamentales se ha reducido en un 50% de 1996 a 1999, principalmente en valores cotizados en Cetes y Ajustabonos, en tanto que en Bondes se registró un incremento sustancial. Por su parte, los valores cotizados en Udis se mantuvieron erráticos en la tenencia extranjera, esto debido al abandono de instrumentos menos redituables y a la adquisición de aquellos con tasa variable de rendimiento, toda vez que un mercado más estable permitió asumir mayores riesgos. (Ver gráfica No. 3.10)

En total, la inversión foránea en valores gubernamentales entre 1996-1999 sumó 95 mil 809.93 millones de pesos (11 mil 242.97 millones de dólares), cifra menor a la tenencia de Tesobonos en 1995 (14,063.78 millones de dólares).

La colocación de papel comercial (pagaré negociable emitido por empresas que participan en el mercado de valores) mostró una recuperación significativa desde la crisis de 1994 con un crecimiento del 300% en el monto de circulación de 1995 (700,425 dólares) a 1999 (2,365,593 dólares). Instrumentos como los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV's) observaron también un incremento en sus montos en circulación.

Gráfica No. 3.10



Fuente: Elaboración propia con base en BMV; "Anuario Bursátil 1996-1999"

3.3.5.3 Reservas Internacionales y Tipo de Cambio

La política cambiaria es un instrumento útil en el manejo de las cuentas nacionales, al incidir directamente en la competitividad de la economía en el exterior. En los años precedentes a 1994 la política cambiaria fue utilizada como medio de contención inflacionaria para reducir con ello su nivel anualizado a niveles históricos, esto con miras a obtener una planta exportadora vigorosa y creciente frente a un Tratado de Libre Comercio que impondría fuertes cuotas de eficiencia y calidad a la planta productiva nacional. Sin embargo, el uso de un régimen de tipo de cambio fijo como ancla inflacionaria permitió por un tiempo adquirir bienes intermedios y de capital necesarios para la industria de exportación, pero por otro lado, minó la competitividad de los productos nacionales en el exterior con las consecuencias por todos conocidas.

El ajuste en el régimen de tipo de cambio fijo a uno flotante el 22 de diciembre de 1994 permitió con el paso de los meses regularizar las condiciones cambiarias a lo largo de 1995 y con la instauración permanente del régimen de cambio flexible de 1996 a 1999, el éxito en la política macroeconómica gubernamental se consolidó en un crecimiento sostenido y en una mejor posición ante choques externos.

“El primer antecedente de este proceso fue la adopción de una fórmula de flotación cambiaria después de la crisis de diciembre de 1994. Por tanto, el tipo de cambio dejó de cumplir la función de ancla nominal de la economía y dicho papel pasó a la política monetaria.”¹⁵⁹

La efectividad en el uso de un régimen de tipo de cambio flexible desarrolló nuevas estrategias de consolidación económica del país ante el extranjero, en conjunción siempre de políticas monetarias y fiscales congruentes con los objetivos macroeconómicos de crecimiento. La utilización de la política monetaria como administradora de liquidez con fines de abatimiento inflacionario y una política fiscal disciplinada en función de ajustes

¹⁵⁹ Palabras de gobernador del Banco de México, Guillermo Ortíz en la Primera Sesión Plenaria de la Asociación de Banqueros de México; op. cit. p.41

cada vez más cercanos del ingreso-gasto se conjugaron con una política cambiaria estabilizadora en un entorno de sobresaltos inusitados.

La solidez del peso en términos de movimientos ordenados en el tipo de cambio se originó en su flexibilidad ante eventos de especulación imprevistos, cualidad detonante de una mejor posición externa del país al impedir una sobrevaluación o subvaluación alejadas del tipo de cambio real, la estimulación de la inversión en activos reales y en un desaliento a las inversiones especulativas.

*"La flotación desalienta las inversiones internacionales de corto plazo al disminuir su rentabilidad previsible, una vez ajustada por riesgo cambiario. Esto debido a que por virtud de una depreciación moderada durante la vida de la inversión, lo cual no es remoto en un régimen de flotación, el inversionista puede sufrir un quebranto que resulte muy superior a la ganancia obtenible por el diferencial de tasas de interés entre el país y el extranjero. Este es un atributo importante, pues esas inversiones pueden causar apreciaciones indeseables del tipo de cambio, así como su reversión puede causar depreciaciones tanto o más indeseables."*¹⁶⁰

Lo anterior se corrobora con la tendencia de lento crecimiento en el rubro de la inversión en cartera, donde el mercado accionario y de valores ha sido el más dinámico, muy por encima del decreciente desarrollo del mercado de dinero.

La inversión de portafolios tiene por menester para su existencia el cubrir riesgos cambiarios. Tal circunstancia es solventada plenamente con un tipo de cambio fijo, mismo que se encuentra garantizado ya sea por reservas internacionales (sí se tienen) o por la entrada misma de capitales; con un tipo de cambio flotante, que modifica su nivel en función de la oferta y demanda del peso y del dólar, las tasas de interés, la inflación y el tipo de cambio suelen modificarse y con ellos también el rendimiento de las inversiones.

¹⁶⁰ Banxico 1997; op. cit. p.99

Precisamente por esa razón es por la cual se implementa en un corto tiempo el Mercado de Derivados (Mexican Derivates) donde se reducen los riesgos por variaciones en los precios de los activos y se es susceptible de rendimientos.

El tipo de cambio flotante tiene por característica principal no poseer un nivel predeterminado, mismo que las fuerzas del mercado se encargan de imponer. Dentro del régimen de cambio flotante existe un método puro, en el cual la autoridad cambiaria no interviene bajo ninguna circunstancia para defender la paridad de su moneda y existe en adición un método impuro (utilizado por todos los países que tienen un régimen de flotación) que es aquel en el que la autoridad cambiaria, en el caso de México el Comité de Cambios¹⁶¹ interviene en momentos de franca inestabilidad en el tipo de cambio, para impedir variaciones desmedidas en el valor monetario.

Al efecto, el Comité de Cambios mexicano implementó 2 mecanismos tendientes a favorecer la estabilidad del peso en el mercado: un mecanismo de acumulación de reservas y un mecanismo de venta contingente de dólares.

“La importancia de incrementar los activos internacionales radica en las mejores condiciones de plazo y costo de financiamiento externo que pueden obtenerse y en el caso específico de México en el fortalecimiento de la confianza hacia los grandes inversionistas.”¹⁶²

Una acumulación de reservas es bien vista por los inversionistas tanto de inversión directa como de inversión en portafolios; en particular estos últimos ven acrecentada su confianza al adquirir valores gubernamentales colocados en el exterior al disminuir el riesgo de insolvencia, siendo utilizadas las reservas internacionales como una caja chica en episodios de falta de recursos (divisas). Por otro lado, el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público buscaban los medios para minimizar los trastornos en el tipo de cambio, influyendo en la oferta y demanda de dólares en el mercado de cambios y fortalecer de ese modo al peso.

¹⁶¹ Compuesto por funcionarios del Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

¹⁶² Morales, Yolanda; “Se cuadruplican las reservas internacionales de 1995 a la fecha” en *El Economista*, México, 11 de mayo de 1999; p.34

En el caso de acumulación de reservas se implementó un mecanismo de opciones de venta de dólares que tenía como premisa no influir en demasía en el tipo de cambio, a partir de compra de dólares cuando el mercado estuviera ofrecido e inhibiera tales compras cuando estuviera demandado. En este sentido, el mecanismo usado por el Banco de México es muy explícito.

*"a) El Banco de México subasta el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito, derechos de venta de dólares al propio Banco. Estos derechos se pueden ejercer total o parcialmente dentro del mes inmediato siguiente al de la subasta respectiva. b) Los tenedores de los derechos pueden vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario de referencia determinado el día hábil inmediato anterior, cuando dicho tipo de cambio no es mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos."*¹⁶³

El esquema denominado de opciones posee la virtud de permitir la adquisición de dólares por parte del Banco de México sólo cuando el tipo de cambio no se encuentra presionado, el uso de un ponderado de 20 días del tipo de cambio anteriores a la fecha de ejercicio de las opciones garantizaban que no se compraran dólares en periodos de demanda por el mercado, al requerirse que dicho ponderado fuera mayor al del tipo de cambio inmediato anterior a la fecha de ejercicio, en otras palabras, se requería que el peso se encontrara en un periodo de apreciación.

En un régimen de tipo de cambio flotante un mecanismo de tal naturaleza fue un eficaz instrumento de adquisición de divisas sin alterar en manera sobrecargada el tipo de cambio. Al inicio de operaciones de este esquema en agosto de 1996 se ofrecieron 130 millones de opciones por el Banxico y dada su aceptabilidad por los bancos comerciales se elevó a 200 y hasta 300 millones por mes en 1996.

¹⁶³ Banxico 2000; op. cit. p.102-103

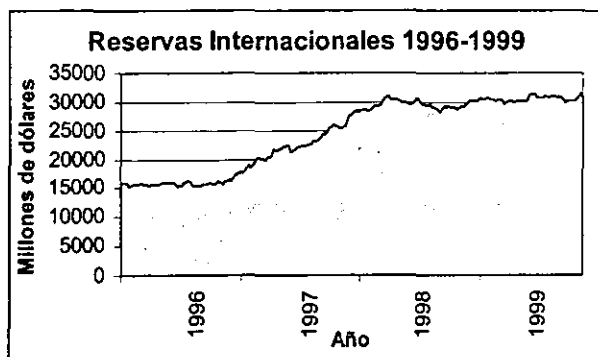
En 1997 se llegaron a ofrecer 1000 millones de opciones en casos excepcionales de gran circulación de dólares. Cuando para el 16 del mes en curso se hubiera ejercido el 80% de las opciones de venta de dólares, el Banxico acordó ofrecer otro tanto de opciones sólo realizables en el mismo mes. De esta manera, en el mes de febrero se ofrecieron hasta 600 millones de opciones, para julio hasta 1000 millones (total de opciones que nunca se ejerció) y para octubre, tiempo en el cual se había logrado acumular una considerable cantidad de reservas, se decidió reducir gradualmente la venta de opciones hasta en 800 millones y para octubre a sólo 500 millones.

Una circunstancia externa motivó además la reducción paulatina de opciones, y una acumulación de mayor número de reservas; la crisis en Asia del Este comenzaba a levantar fuertes rumores en Tailandia, Malasia y otros países de la región, situación por el cual el tipo de cambio tendió a depreciarse.

En 1998 por las razones antes referidas las condiciones para la compra de dólares por parte del Banco central fueron substancialmente menores, por lo cual en octubre del mismo año, el Banco anunció la suspensión de venta de opciones por el resto del año.

Para 1999, las condiciones se restablecieron y con ello la venta de opciones; en total entre 1996 y 1999 el Banco de México adquirió por este concepto, divisas por un monto de 8,787 millones de dólares, pasando el nivel de reservas internacionales de 16,245.7 millones de dólares en agosto de 1996 a 30,733 millones al cierre de 1999. El diferencial resultante en la acumulación de reservas es producto de la colocación de valores en el exterior y endeudamiento. (Ver gráfica No. 3.11)

Gráfica No. 3.11



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banxico

Si el mecanismo de opciones era utilizado en tiempos de baja demanda de dólares con el objeto de acumular reservas, el mecanismo de venta contingente de dólares se utilizó para el objetivo contrario. En periodos de fuerte demanda de dólares que pusieran en riesgo la estabilidad cambiaria y dieran lugar a movimientos desordenados en los mercados financieros, el Banco de México se obligaba a intervenir en el mercado dentro del régimen de flotación impuro establecido.

"El propósito de este esquema es tan sólo el de moderar la volatilidad del tipo de cambio, no es el de defender niveles específicos de la cotización de la moneda nacional."¹⁶⁴

El esquema de venta contingente de dólares implementado el 19 de febrero de 1997 consistía en ofrecer por subasta hasta 200 millones de dólares cada día que las instituciones bancarias le presentasen antes de las 12:15 del día, propuestas con un tipo de cambio por lo menos de 2% mayor al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. Esto significaba que el Banxico sólo ofrecería dólares cuando el tipo de cambio se encontrara presionado por arriba del 2%. La base entonces para que el Banco central interviniera se encontraba en una depreciación del peso del 2%. En días de especial inestabilidad cambiaria, como lo fueron agosto y septiembre de 1998, el Banco central admitió hasta 3 subastas por día por igual monto de dólares.

De esta manera, el 27 y 30 de octubre y el 6 de noviembre de 1998 se presentó fuerte incertidumbre cambiaria, días además en los que el Banco de México tuvo que intervenir. En 1998 las incursiones del Banco se hicieron más numerosas por las presiones externas vertidas en el mercado cambiario nacional mismas que produjeron una devaluación del peso del 20% y para 1999, sólo tres fechas ameritaron la atención del Banxico: el 12 y 13 de enero y 25 de mayo.

Tabla 3.9
Inyección de dólares al Mercado por el Mecanismo de Venta Contingente
(Millones de dólares)

| Fecha | Monto | Fecha | Monto |
|--------------|-------|---------------|-------|
| 27 Oct. 1997 | 200 | 10 Sept. 1998 | 200 |
| 30 Oct. 1997 | 200 | 21 Sept. 1998 | 10 |

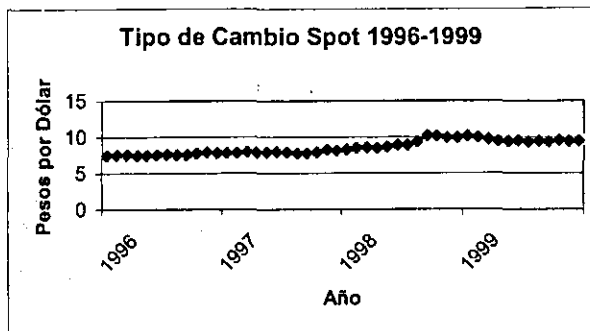
¹⁶⁴ Banxico 1998: op. cit. p.131

| | | | |
|--------------|-----|--------------|-----|
| 06 Nov. 1997 | 200 | 08 Oct. 98 | 200 |
| Total 1997 | 600 | Total 1998 | 895 |
| 12 Ene. 1998 | 75 | 12 Ene. 1999 | 140 |
| 27 May. 1998 | 10 | 13 Ene. 1999 | 200 |
| 21 Ago. 1998 | 200 | 25 May. 1999 | 65 |
| 26 Ago. 1998 | 200 | Total 1999 | 405 |

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banxico; "Informe Anual 1998" e "Informe Anual 1999"

La relevancia del mecanismo de venta contingente de dólares puso de manifiesto su efectividad en los momentos de fuerte volatilidad externa. Gracias a la inyección de dólares por parte del Banco de México el tipo de cambio no sufrió mayores caídas. Para la autoridad cambiaria y fiscal resultaba imperativo reducir al máximo la depreciación del peso, dado que a mayor nivel de devaluación, mayor era la desviación de las metas macro (Ver gráfica No. 3.12).

Gráfica No. 3.12



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banxico

En conjunto de enero de 1996, fecha en que el tipo de cambio se localizaba en 7.47 pesos por dólar al 31 de diciembre de 1999, con una cotización ya de 9.42, el peso mexicano se depreció en cuatro años alrededor de un 26%, afectado principalmente por el diferencial de inflación con sus socios comerciales, tasas de interés altas, si bien con una tendencia a la baja, así como de un ambiente externo propicio para presiones devaluatorias a la moneda nacional.

3.3.6 Resultados Macroeconómicos 1994-1999

3.3.6.1 PIB

Como toda crisis económica, los desajustes acumulados por varios años y manifestados a finales de 1994 modificaron las esperanzas de crecimiento de años posteriores.

El Producto Interno Bruto en 1995 se contrajo en un 6.9% en tanto en 1994 se registró un crecimiento del 3.5%. Este contraste es explicable desde el punto de vista de un escenario ficticio, en el sentido de condiciones económicas aparentemente saludables, cuando en la realidad la posición financiera nacional se encontraba seriamente comprometida por una política dilatoria de los problemas a enfrentar; sólo en un ambiente de aparente regularidad económica se podía lograr un crecimiento económico.

1995 se convirtió en oposición, en un año de contracción de la demanda agregada, fuga de capitales por 10,138 millones de dólares, reducción del gasto público y privado por 15.9%, caída de los salarios mínimos de casi 20%, expansión del desempleo abierto del 6.3% y reducción generalizada de la inversión.

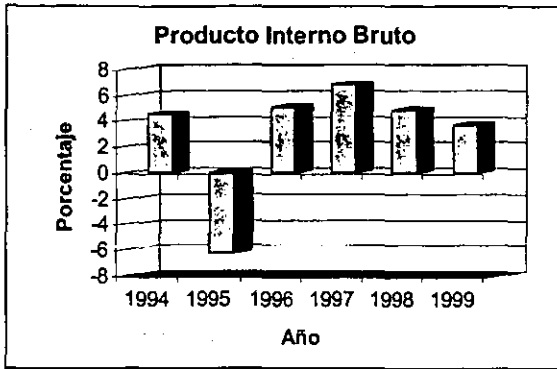
El PIB para 1995 retrocedió en el primer trimestre un 0.8%; en el segundo llegó a ser más acentuado el declive hasta llegar a 10.5% y para el tercer y cuarto trimestre el PIB presentó contracciones menos gravosas (9.6% y 6.6% respectivamente). De este modo, las variaciones económicas surgidas en el segundo semestre del año se hicieron manifiestas en el crecimiento económico, a partir de la consecución de metas planteadas en el PARAUSEE, mediante una política monetaria contraccionista, finanzas públicas austeras y una política fiscal recaudatoria.

Gracias a la política económica implementada después de la crisis de 1994-1995, el crecimiento económico fue recuperado en un periodo muy breve, al conjuntarse una política fiscal disciplinada y una política monetaria y cambiaria flexibles. La formación bruta de capital fijo (compuesta por el financiamiento con ahorro interno y externo) creció a una tasa anual de 13.2% entre 1996 y 1999, para alcanzar en este último año un total histórico de 19.7% del PIB.

El ahorro interno fue una de las estrategias nodales después de la crisis de 94, año en el que apenas acumulaba 14.7%. En 1999 este mismo indicador alcanzó el 19% del PIB; por su parte el ahorro externo redujo su participación en el financiamiento de la inversión al pasar de 7% del PIB en 1994 a 2.9% en 1999.

En suma, el crecimiento económico en el lapso estudiado importó un promedio de 5% anual, cifra no alcanzada en los últimos 20 años para un mismo lapso de tiempo, lo cual demuestra una correcta implementación de políticas económicas que dieron mayor sustentabilidad a la economía en un ambiente internacional inestable y con flujos de capital especulativo que lo mismo pueden mejorar las finanzas nacionales tanto como la pueden perjudicar (Ver gráfico No. 3.13).

Gráfica No. 3.13



Fuente: Banxico; "Informe Anual 1999", p.163

En términos generales, en su calidad de país emergente, México logró gracias a las medidas en materia económica implementadas por la administración Zedillo a raíz de la crisis económica de 1994-95, soportar en forma más adecuada los embates que en el escenario externo se presentaron por motivos de volatilidad financiera. Sin embargo, tales circunstancias motivaron ciertamente una contracción a nivel internacional en los flujos de capital en cartera, en especial hacia los mercados emergentes, resultando nuestro país moderadamente afectado por esta razón, de tal suerte que si observamos la evolución de esta clase de inversiones, encontraremos que tras la crisis económica de 1994, la inversión en cartera en nuestro país no ha logrado recuperarse ni mucho menos alcanzar la tasa ingresiva de capitales presentada en 1993. Lo evidente del caso, es la creciente y más frecuente volatilidad financiera en los mercados financieros internacionales que, en un contexto de economías abiertas y tendientes a la globalización, se encuentran seriamente vulneradas en sus capacidades de reacción o protección. Por este motivo, en el siguiente capítulo abordamos una propuesta innovadora en materia de controles de capital que si bien enfrenta gran descontento por sus implicaciones, también aporta elementos que la hacen factible.

3.3.6.2 Precios

El combate a la inflación fue durante la crisis económica del 94-95 una prioridad no negociable ante otros factores de importancia macroeconómica. La utilidad del control de precios es una herramienta que todo gobierno utiliza para alcanzar fines macroeconómicos. De la estabilidad

de precios se logra mantener el poder adquisitivo de la moneda, la competitividad de la industria nacional y la confianza de los inversionistas foráneos.

En 1994 la inflación se mantuvo baja (6.8% anual), en tanto que en 1995 el alza de precios no se hizo esperar (51.97% anual) producto de la devaluación del peso (49% anual). Este diferendo entre depreciación de la moneda corriente y alza de precios radica en un incremento adicional no esperado en la devaluación del peso, empujando al alza de precios por encima de la meta proyectada en el PARAUSEE (42%).

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece como atribución del Banco de México mantener el poder adquisitivo del peso, por lo cual, corresponde al Banco central la conducción de la política monetaria. Si el control de la base monetaria la identificamos fundamentalmente con la circulación de billetes y monedas, tal agregado es el principal indicador, sino el único, que permite influir de manera más eficaz en el control de la inflación, es decir, en el incremento de los precios. Es por esta razón, que el Banco de México de 1996 a 1999 se abocó en esencia a regular la cantidad de capital circulante con miras a evitar presiones inflacionarias; el Banxico retiró circulante cuando se preveía un sobrecalentamiento económico o cuando las presiones externas así lo ameritaban e inyectaba capital cuando consideraba que las tasas de interés estaban elevadas y el mercado muy restringido. En este contexto fue donde se circunscribió la política de los cortos y largos, así como de una política monetaria neutral. Para los inversionistas el mercado accionario y de valores, el índice inflacionario reflejará en mucho el ánimo en la continuación de las inversiones. Un pronóstico inflacionario que se avisa en el curso del año como inalcanzable tendrá efectos poco agradables para los colocadores, quienes contraerán en consecuencia su cartera de inversiones.

“La inflación es frecuentemente tomada como indicador resumen de toda la condición macroeconómica, y por lo tanto la incertidumbre en este componente puede ser visto como un indicador de incertidumbre para toda la macroeconomía.”¹⁶⁵

¹⁶⁵ Servén, Luis; “Macroeconomic uncertainty and private investment in developing countries”; USA, World Bank, Diciembre 1998; Policy Research Working Paper 2035, p.9

En consecuencia, desde marzo de 1995, el Banco central instrumentó el mecanismo de saldos acumulados denominado encaje legal base cero, para contener la inflación y evitar mayor egreso de capitales.

El encaje legal base cero fue el esquema de regulación monetaria medular del Banco de México a través del que intervenía en la liquidez de los bancos comerciales y retiraba o inyectaba dinero al mercado. Como es de dominio público, los bancos comerciales poseen cuentas bancarias dentro del Banco central, de las cuales pueden obtener recursos para alcanzar liquidez o bien pueden depositar en ellas el remanente de recursos del día. Es a través de dichas cuentas por las que el Banco de México puede obligar a la banca a requerir de mayores ingresos o bien a relajar su postura crediticia, situación que afecta también a las tasas de interés.

En el citado esquema los bancos comerciales no están obligados a mantener saldos a favor, debido a que el banco no incentiva dicha posición, en el supuesto entonces que los bancos pueden mantener saldos negativos, pues el Banxico no cobra intereses por esta posición crediticia, salvo en los casos en que se excede el límite.

Los saldos negativos que, en su caso, aparezcan al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco de México, deberán ser compensados, en un periodo máximo de 28 días, mediante la formación en otros días de saldos positivos en esas mismas cuentas de por lo menos igual monto. En caso de no llevar a cabo dicha posición, el Banco de México hará acreedor al banco infractor a una penalización determinada con base en el monto del faltante acumulado y con el pago de dos veces la tasa vigente de Cetes a 28 días. Por lo tanto, los bancos comerciales deberían en condiciones óptimas, mantener sus saldos de cuentas corrientes en cero, dado que, de mantener saldos positivos incurrirían en costos de oportunidad al perder posibilidades de inversión y de mantener saldos negativos más allá del periodo computado de 28 días se harán acreedores a la multa de dos veces Cetes.

La utilidad del esquema de encaje legal base cero radica en la posibilidad del Banco de México de regular con mayor eficiencia las condiciones en las que otorga su crédito y de ese modo influir en la base monetaria, tasas de interés y en especial a la evolución inflacionaria. El Banco de México ha señalado reiteradamente que la principal aportación que puede hacer al país es a través del combate a la inflación.

“El combate a la inflación no se emprende por un prurito dogmático o por moda intelectual. En México y en muchos otros países del mundo que la han padecido, la inflación ha causado grandes estragos.”¹⁶⁶

La influencia de la variable inflacionaria dentro de la economía nacional tiene su razón de origen en el fuerte peso que ejerce sobre el tipo de cambio, presionando hacia su devaluación y detonando con ello una espiral inflacionaria y un círculo vicioso difícil de controlar como se ha demostrado históricamente. Es por ello que el Banco de México ha ampliado su influencia en la política monetaria a partir de mecanismos como el encaje legal base cero, así como la influencia en los instrumentos monetarios tradicionales: tasas de interés y ventas de mercado abierto.

El papel sustantivo del Banco de México como regulador de liquidez en la economía tiene que ver con la capacidad y eficacia de sus acciones, de lo contrario el margen de actuación del Banco central sería poco favorable, de ahí la importancia en el ejercicio del Banxico de adelantarse a los movimientos a veces erráticos en el mercado, derivados de circunstancias tan diversas como variados son sus efectos.

“Una idea fundamental del esquema de objetivos de inflación es que la política monetaria cumpla una función preventiva con respecto al curso futuro del aumento de los precios, y que las acciones del Banco central tengan un carácter anticipatorio.”¹⁶⁷

En este sentido, el mecanismo de saldos acumulados del encaje legal base cero tuvo un efectivo impacto en lo relativo a tasas de interés. Cuando el Banco central considera que las tasas de interés se encuentran muy bajas obliga a los bancos centrales a sobregirarse en sus cuentas corrientes y con el fin de evitar pagar la penalización de dos veces Cetes, las instituciones financieras tienen que buscar fondeo en el mercado interbancario para evitar dicha multa, presionando de esa manera a las tasas de interés a la alza. Por el contrario, cuando el Banco de México observa tasas de interés por arriba del nivel deseado, interviene

¹⁶⁶ Asociación de Banqueros de México; op. cit., p.44

¹⁶⁷ Ibid. p.41

a través de un “largo”, mismo que produce un exceso de liquidez en los bancos comerciales y un saldo positivo de estos en las cuentas corrientes que poseen en el Banco central. Esta circunstancia obliga a los bancos comerciales a colocar sus remanente en el mercado a través de créditos con bajas tasas de interés.

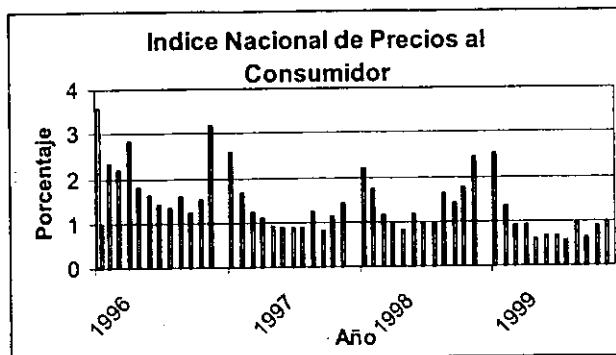
Asimismo, el esquema de encaje legal implementado por el Banco central favorece una eficiente y eficaz instrumentación de políticas de “corto”, “largo” o “neutral”. En el momento en que el Banco central se limita única y exclusivamente a otorgar liquidez cuando hace falta y a retirar circulante cuando hay un exceso se habla de una política neutral. En el caso de restringir el fondeo a los bancos comerciales y obligarlos a buscar recursos en otros mercados se entiende que el Banco central adoptó una política monetaria restrictiva (se pone en corto). En el entendido contrario se hablará en consecuencia de una política monetaria de largo o relajada.

Entre 1996 y 1999 se registraron las tres formas de política monetaria. De 1996 hasta el mes de agosto de 1997, el Banco de México juzgó prudente la utilización de una política monetaria neutral, esto es, se limitó a igualar la oferta con la demanda de dinero primario. De agosto de 1997 a febrero de 1998 la política de “largo” se consideró adecuada tras observarse una desviación en los objetivos de la base monetaria, producto de un crecimiento de la demanda agregada mayor al esperado por tasas de interés menores a las proyectadas y un crecimiento económico de 2.5% superior al pronosticado. Para marzo de 1998 las condiciones externas de crisis económica iniciaban su ascenso, por lo que el Banco central ajustó su política de “largo” a una política de “corto”, con objeto de evitar un exceso de circulante que presionara al índice inflacionario, así como para alcanzar tasas de interés más altas que evitarán salida masivas de capitales.

La política monetaria restrictiva no se modificó y por el contrario se recrudeció, al requerirse conforme avanzaba la crisis asiática, rusa y brasileña, una mayor contracción del circulante, presionado por la depreciación del peso y las tasas de interés más altas; de un corto de 20 millones de pesos diarios en marzo de 1998 se incrementó hasta diciembre de 1999 a 160 millones de pesos diarios. La meta de inflación en 1998 del 13% no fue exitosa por las condiciones adversas y sólo fue contenida por los ajustes restrictivos en la política monetaria y por los ajustes fiscales originados por la crisis del petróleo. Para 1999 la política restrictiva continuó dadas las condiciones poco favorables para las economías emergentes, principalmente en los primeros dos meses del año, tiempo en el que la crisis

brasileña llegó a su climax. Por lo demás, el índice inflacionario lider inició su descenso hasta llegar en diciembre de 1999 a un acumulado de 12.32% anual. (Ver gráfica No. 3.14)

Gráfica 3.14



Fuente: Banxico; "Informe Anual 1999"; p.174

Tabla 3.10

Tasa inflacionaria (%)

| Año | % |
|------|-------|
| 1995 | 51.97 |
| 1996 | 27.70 |
| 1997 | 15.72 |
| 1998 | 18.61 |
| 1999 | 12.32 |

Fuente: Banxico

Dentro de las medidas implementadas en el AUSEE y PARAUSEE se encontraba un incremento de salarios en todo el territorio nacional del 7%, cifra marcadamente inferior al alza de precios. Como lo señaló el presidente Ernesto Zedillo al presentar el AUSEE, la crisis implicaba serios sacrificios para la población.

De esta forma la política de precios quedó amarrada a un menor aumento de los salarios, significando con ello una pérdida en el poder adquisitivo del pueblo. Tanto la inflación como el nivel salarial sólo serían gradualmente estabilizados en la medida en que la disciplina económica restaurara la capacidad productiva del país. Estos fueron algunos efectos de la crisis económica recrudescida por la salida de capitales.

3.3.6.3 Tasas de Interés

La decisión de las autoridades hacendarias y monetarias de permitir que el mercado sea el principal regulador de las tasas de interés como medida monetaria congruente con una

política de recuperación de la economía mexicana, fue la premisa imperante en el tiempo que se analiza

Las tasas de interés en cualquier país del mundo son una importante referencia de las condiciones económicas en las que se encuentra el mercado local, indicando el grado de liquidez que guardan las transacciones financieras, la banca y la macroeconomía en su conjunto.

"En las pequeñas economías abiertas con un tipo de cambio flotante e independiente, la contracción fiscal resulta en una baja de las tasas de interés."¹⁶⁸

Ciertamente la evolución de las tasas de interés en el caso mexicano esta determinada fundamentalmente por el mercado, sin embargo, el impacto e influencia que tienen sobre estas la actuación del sector gubernamental son decisivas. Es importante recalcar que el camino hacia tasas de interés bajas que incentiven el crédito y la inversión sólo es alcanzable a través de una serie de medidas cambiarias, monetarias y fiscales coherentes, de ahí la relevancia del gasto público y la posición fiscal en la evolución de las tasas de interés, así como de una política monetaria (relajada, neutral o restrictiva) consecuente al objetivo de inflación y tasas de interés.

1994 y 1995 fueron particularmente difíciles en el escenario de las tasas de interés nacionales, siendo un año de fuertes presiones monetarias y cambiarias; tales choques se reflejaron inmediatamente en el ánimo inversionista, mismos que para mantener sus capitales, requerían estímulos que se tradujeron en alza de las tasas de interés. Los episodios político-sociales adversos en 1994 y el riesgo de moratoria en las obligaciones del gobierno mexicano propiciaron que la tasa líder en el mercado mexicano (CETES 28 días) duplique prácticamente su nivel de enero a diciembre, pasando de 10.5 a 18.5%.

Empantanada ya la economía en la crisis económica de diciembre de 94, las tasas de interés se fueron al cielo, ocasionando la contracción absoluta del crédito bancario y el incremento de la cartera vencida. 1995 se convirtió así en el terror de los bancos e intermediarios

¹⁶⁸ Thornton, John; "Fiscal consolidation and Monetary policy" en *OECD Observer*; Francia, OECD, Agosto-Septiembre 1996; No.201, p.33

financieros quienes se vieron presionados a fondearse en el mercado interbancario a tasas cada vez más altas. Por ejemplo, la TIIE alcanzó su cúspide en abril de ese año con un nivel del 89%, en tanto el CETE a 28 días alcanzó el 74.8%, índices los dos que muestran la fuerte desconfianza existente en los ahorradores e inversionistas que obligaba al alza a las tasas de interés.

De 1996 a 1999, el Banco de México en acuerdo con la secretaría de Hacienda y Crédito Público influyeron a través de las cuentas corrientes que los bancos comerciales tienen en dicha institución para presionar a las tasas de interés en diferentes direcciones acorde a las necesidades de la autoridad y las condiciones prevalecientes en ese momento. Igualmente, se realizaron colocaciones de valores gubernamentales mediante el sistema de operaciones de mercado abierto para regular la liquidez en el mercado y afectar la inflación y las tasas de interés. Asimismo, la política cambiaria que favoreció mercados financieros ordenados, facilitó la reducción de las tasas de interés, tan sólo obstaculizada por los movimientos devaluatorios del peso en 1998.

“Los aumentos que sufren las tasas de interés ante salidas de capitales no son por supuesto deseables. Pero como se ha visto en el pasado en repetidas ocasiones es conveniente aceptar incrementos temporales de las tasas de interés que permitan posteriormente continuar el camino hacia la estabilidad.”¹⁶⁹

1996 y 1997 fueron años propicios para una política de reducción de tasas de interés, debido a la estabilidad macroeconómica alcanzada y al favorable ambiente en el mercado cambiario. Tan sólo en enero de 1996 el promedio de la TIIE (Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio) a 28 días era de 42.66% y en diciembre de 1997 era ya de menos de la mitad, 20.48%. Cabe añadir, la confluencia de la política monetaria implementada en esos años y que permitió moderar los sobresaltos financieros, los cuales en 1998 se fortalecieron y provocaron el alza en las tasas líder de México.

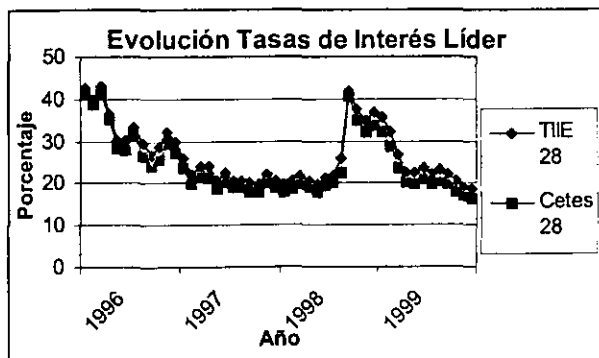
¹⁶⁹ Banxico 1998; op. cit. p.123

El primer semestre de 1998, gracias a la implementación de una política monetaria restrictiva que intentaba contener la tendencia al alza de la inflación, las tasas de interés se mantuvieron sin mayores sobresaltos; sin embargo, para el segundo semestre del año y dadas las condiciones externas ya conocidas, el escenario incierto entre los inversionistas en cartera volvieron a producir el repunte en las tasas de interés, hasta alcanzar un pico de 42.04% en la TIIE en septiembre de 1998 y una mayor depreciación del peso (Ver gráfica No.15).

“La respuesta compartida de esas dos variables a las perturbaciones, permitió que el ajuste no recayera únicamente sobre el nivel y la volatilidad de las tasas de interés, lo cual a su vez protegió, cuando menos parcialmente, el ritmo de actividad económica.”¹⁷⁰

A partir de septiembre de 1998 y hasta el fin de 1999 se continuó con una política monetaria restrictiva, que aunada a los recortes presupuestales realizados por el gobierno mexicano en 1998 permitieron el retorno paulatino de la confianza de los colocadores foráneos para cerrar 1999 con una tasa TIIE del 18.75%. (Ver Gráfica No. 3.15)

Gráfica N. 3.15



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banxico

Efecto Tequila

Advirtiendo la estructura del sistema financiero actual, es evidente el alto grado de integración que se ha consolidado. En torno a este conglomerado de procesos, la desregulación financiera y

¹⁷⁰ Banxico 1999; op. cit. p.16

los avances tecnológicos han provocado una más rápida y eficiente labor económica y financiera en los diferentes países del mundo. La mayor integración efectivamente ha permitido a los países emergentes abreviar de los capitales especulativos que viajan por el mundo buscando encontrar un sitio donde establecerse por periodos inciertos en afán de obtener rendimientos abultados. Empero, así como la globalización ha permitido participar del excedente de ahorro externo, también posibilita participar de los desequilibrios que en algún lugar del mundo se pueda originar y eventualmente, distorsionar en mayor o en menor medida la dinámica de los flujos especulativos en el sistema financiero internacional.

“La apertura unilateral e indiscriminada presenta riesgos debido a la fragilidad de los mercados financieros, por la ausencia de un sistema monetario internacional estable y la proliferación de nuevas técnicas especulativas que producen cada vez más la volatilidad irracional y crean riesgos sistemáticos, como en el caso de una crisis política internacional.”¹⁷¹

Condiciones estructurales, y aún circunstancias coyunturales se conjugaron alrededor de la economía mexicana durante 1994 y 1995, ocasionando serios daños al funcionamiento del país; los flujos de capital especulativo habían acelerado y en buena parte provocado el agravamiento de la crisis mexicana, situación que en medio de un ambiente de integración financiera internacional, inmediatamente influyó las perspectivas económicas de sus principales socios comerciales, e incluso, llegó a afectar a terceros como fue el caso de los países asiáticos. Lo complejo del sistema financiero internacional no permite cuantificar hasta que nivel puede la crisis mexicana desequilibrar la dinámica de los mercados emergentes, lo cierto es que cualquier sobresalto financiero donde se vean involucrada fuga de capitales, incidirá en la evolución de otros mercados financieros. En el caso de la crisis mexicana de 94-95, los efectos ocasionados por ella se le llegaron a bautizar como “El Efecto Tequila”.

¹⁷¹ Gil Valdivia, Gerardo; “México y América Latina ante la crisis de la globalización” en **México y América Latina. Crisis –Globalización- Alternativas**; México, Edit. Nuestro Tiempo, 1996; 144 pp, p.96

*"La crisis que provocó esta devaluación tuvo repercusiones internacionales inéditas e involucró a numerosos países, en especial a los latinoamericanos, se le llamó no sin cierto dramatismo, la primera crisis de la globalidad."*¹⁷²

América Latina, importante socio comercial de México registró contracción económica de un 3%, simultáneo a una salida de capitales especulativos. Cabe apuntar una característica esencial de los flujos en cartera, la cual es conocida como "acción de manda", es decir, un efecto dominó, en el que México al verse afectado por una crisis económica, envía señales negativas a los inversionistas foráneos, mismos que vieron con recelo continuar con inversiones en países emergentes que por tener relaciones comerciales con México pudieran verse influidos por tales acontecimientos, cabiendo una posibilidad para minimizar dichos efectos: cuando se presentan episodios de desconfianza por parte de inversionistas en portafolio, dichas expectativas pueden afectar en menor medida a países con bases económicas sólidas, no así a países que no las posean, como fue el caso de América Latina.

*"La experiencia internacional siguiente a la crisis mexicana sugiere que el efecto de los ataques financieros externos dependen en gran medida de la solidez de las políticas macroeconómicas locales."*¹⁷³

Las tasas de interés, la inflación, el gasto público, el ahorro y la inversión son algunos de los componentes económicos que fungen como principales promotores del contagio sistémico de una crisis económica. México no fue la excepción al presentarse distorsiones y fuertes fluctuaciones en las tasas de interés, provocando incertidumbre en los inversionistas externos por las expectativas a futuro del país. Saldos desfavorables en la cuenta de capital y en general en la balanza de pagos fueron poco alentadores para los inversionistas, quienes coincidieron y coinciden en uniformar criterios para diferentes países.

"Los resultados estimados, muestran que el desarrollo en la cuenta de capital en México tiene un significativo y sistemático impacto en los flujos de

¹⁷² Ibid. p. 104

¹⁷³ World Bank; "Global Economics Prospects and the Developing Countries 1996"; USA, World Bank, 1996; 97 pp, p.8

capital para otros países en la región: el coeficiente de la variable mexicana esta afianzado a ellos."¹⁷⁴

3.5 Contexto Internacional

3.5.1 Evolución Económica de los Países Industrializados

El ambiente internacional a partir de 1990 se tornó particularmente positivo para las economías industrializadas, al observarse un claro mejoramiento de las variables macroeconómicas en los países integrantes del Grupo de los 7, incluso para los Estados Unidos, quien durante 1994 y 1995 se vio fuertemente presionado por el elevado déficit fiscal e inflación.

En el periodo 94-95 el crecimiento del Producto Interno Bruto promedio en los países del G-7 fue del 2.9% en comparación al 1.3% del PIB registrado en el periodo 91-93, lo cual significó un espacio de bonanza para el ahorro y la inversión de los países ricos, abriendo así nuevas posibilidades de crecimiento a los países subdesarrollados.

"Para todos los países la corriente favorable en el ambiente externo proveyó una ventana de oportunidad para acelerar las reformas estructurales que aseguraran las expectativas de crecimiento a largo plazo."¹⁷⁵

Ciertamente la recuperación económica en los países desarrollados daba mayores posibilidades de inversión en países emergentes, sin embargo, los acontecimientos de crisis económica en nuestro país diluyó en buena medida las expectativas que esta mejoría hubiera tenido para las economías subdesarrolladas en la captación de recursos externos.

Para los Estados Unidos 1994 y 95 fue un bienio un tanto complicado para el dólar, moneda que perdió competitividad frente al yen y el marco alemán. Para junio de 1994, el dólar se cotizó en 97.33 yens por dólar, en tanto que el marco alemán se apreció al cotizarse de 1.58 a 1.57 marcos por dólar. Esta situación indujo a 17 bancos centrales a intervenir en el mercado de divisas con objeto de comprar dólares y con ello reducir el exceso de circulante de dicha moneda, evitando así una mayor caída del dólar.

¹⁷⁴ Calvo, Sara y Reinhart, Carmen; "Capital flows to Latin America. Is there evidence of contagion effects?"; USA, World Bank, 1996; Policy Research Working Paper 1619, p.15

¹⁷⁵ World Bank; "Global Economics Prospects and the Developing Countries 1995"; USA, World Bank, 1995; 101pp.

En el conjunto de países pertenecientes al G-7 el índice inflacionario fue de 2.4% en 1994 y de 2.6 en 1995, tendencia a la baja si la comparamos con el 3% reportado en 1993.

"La reducción del crecimiento de los precios se explica porque en algunos países industrializados existen márgenes substanciales de capacidad ociosa y en otros se han establecido condiciones monetarias menos acomodaticias."¹⁷⁶

Asimismo, el desempleo mantuvo su tendencia bajista en 1993 en los países industrializados con una tasa del 8.1, para 1994 ésta se mantuvo sin cambios y en 1995 fue de 6%, resultado éste por la disminución en los costos unitarios de mano de obra en el sector de manufacturas.

El déficit fiscal durante 1994 y 95 en las economías primermundistas continuó siendo un problema para las autoridades fiscales de esos países y aunque se observaron pasos claros hacia la consolidación fiscal, prevaleció un desequilibrio en las cuentas públicas, presionando las tasas de interés. Así, para el conjunto de países el déficit fiscal importó el 3.8% del PIB en 1994 y el 3.3% en 1995, disminución que se benefició de la consolidación fiscal en los Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido.

El sector comercio aparece como uno de los más dinámicos en las economías, gracias a la cada vez más fuerte integración comercial, impulsada por los Acuerdos de la Ronda Uruguay y la firma de tratados de libre comercio como lo fue el Tratado para América del Norte.

Como resultado, el comercio de mercancías (importaciones y exportaciones) se incrementó en un 8% en 1994 y para el periodo 94-96 promedió un crecimiento total de 7.7%. Este elevado crecimiento del comercio mundial se debió fundamentalmente a:

"la recuperación ciclica de los países industrializados, la apreciación del yen y la apertura del mercado japonés, y el incremento en el poder de compra de exportadores primarios para los altos precios de mercancías."¹⁷⁷

¹⁷⁶ Banxico; "Informe Anual del Banco de México 1994"; México, Banxico, 1995; 331pp; p.114

¹⁷⁷ World Bank 1995; op. cit p.14

Aunado al boyante crecimiento comercial en estos años, los flujos de capital internacionales también vieron incrementadas –aunque marginalmente- sus capacidades de inversión al mejorar la tasa de ahorro e inversión en los países desarrollados. Pese a ello, ahorro e inversión han sido indicadores de gran preocupación para los países ricos, al prevalecer la tendencia declinatoria del ahorro del 4% del PIB desde la década de los 70¹, situación que también empujó a las tasas de interés hacia arriba.

En el escenario de los flujos en cartera durante 1994 se observó una contracción en los flujos de portafolios, mientras que en 1993, el promedio anual neto de inversión en portafolios fue de 46.9 billones de dólares, en 1994 sólo alcanzó los 39.5 billones, consecuencia producto de la crisis mexicana y de sus efectos en el resto de las economías latinoamericanas. Para 1995 se registró una ligera recuperación, debido a la revalorización de los activos financieros globales, al aumento de las exportaciones de los países desarrollados y al aumento en la capacidad en el servicio de la deuda externa, así como a una mejor diversificación de los inversionistas en portafolio. El contexto financiero internacional indica que 1994 y 1995 fueron años de dificultades para los flujos de cartera en mercados emergentes, derivado de la crisis mexicana, pero especialmente por la baja capacidad de ahorro en los países desarrollados, que a pesar de las mejorías continuaba siendo insatisfactorio.

Internacionalmente, las economías emergentes enfrentaron graves problemas originados por la crisis mexicana, significando una fuerte reducción en la entrada de capitales en cartera, mismos que sólo invertirían en mercados que garantizaran un retorno y por supuesto la permanencia en el mercado.

“Si los países receptores persisten en políticas reformistas, un gradual rebalanceamiento en el desarrollo de portafolios podrá incrementar significativamente los flujos de capital privado.”¹⁷⁸

Por su parte, en 1995 el Banco Central de los Estados Unidos en el afán por defender el billete verde en el exterior y al mismo tiempo detener el sobrecalentamiento de la economía que afectara los precios de bienes y servicios, optó por incrementar las tasas de interés.

¹⁷⁸ World Bank; “Global Economic Prospects and the Developing Countries 1994”, USA, World Bank, 1994; p.11

El periodo comprendido entre 1996 y 1999 confirmó la amplitud de las distorsiones financieras provocadas por los flujos en cartera que circulan libremente y sin barreras por los mercados financieros internacionales. Crisis como la asiática, la rusa y la brasileña incidieron en el movimiento internacional de capitales. Sin embargo, las economías industrializadas lograron mantener su crecimiento económico, aunque en algunos de ellos matizado por una desaceleración producto del ambiente externo crítico.

Hacia 1996 el escenario económico en el Grupo de los 7 resultó en su mayoría positivo, surgiendo el club de países ricos y en particular los Estados Unidos como únicos reductos de relativa tranquilidad económica y paraíso de capitales.

La economía de Estados Unidos (principal socio comercial de México) en ese periodo reportó un crecimiento del Producto Interno Bruto por arriba del 3%, promoviendo un decremento en el índice de desempleo abierto de un 5.4%, mismo que ha sostenido una continua caída desde 1992.

La situación económica de los países industrializados (G-7) durante 1996 evolucionó positivamente, en especial Francia, Japón y los Estados Unidos mantuvieron tasas elevadas de crecimiento con tendencia a la desaceleración. Por su parte, Alemania e Italia registraron un crecimiento menos favorable.

*"Reflejo de tal desarrollo y en el cual los factores de políticas mejoraron las perspectivas de una consolidación fiscal en los países industrializados, la proyección es de un ambiente económico internacional favorable para los países subdesarrollados."*¹⁷⁹

Ante los referidos pronósticos, indicadores económicos como el nivel de precios resultó moderadamente menor a los proyectado, alcanzando un nivel de 1.8% estimado en 1996 para el grupo de países con más altos ingresos. Los Estados Unidos registraron una inflación de alrededor del 2%, nivel también alcanzado por la economía alemana, la cual obtuvo una inflación anual de un dígito. En el mercado de divisas el dólar estadounidense mantuvo posiciones mixtas frente a las principales monedas mundiales. El yen japonés, el

¹⁷⁹ World Bank 1996; op. cit. p.4

franco francés, la libra esterlina y el marco alemán habían venido manteniendo posiciones más ventajosas que el dólar estadounidense, mismo que tendió a depreciarse. Esta situación obligó a los bancos centrales de los países que componen el G-7 a intervenir en el mercado de cambios para demandar dólares y obligar a su apreciación, de ahí que durante 1996 el dólar se haya apreciado respecto a otras monedas.

A raíz de la crisis económica mexicana de 1994-95, los flujos en portafolios mundiales observaron una fuerte contracción en los mercados emergentes, replegándose a valores de países industrializados. Para 1996 los flujos en cartera habían recuperado muy ligeramente la confianza en los mercados emergentes; tan sólo 20 países en este status tenían acceso a los mercados de capital internacionales, naciones que tras la crisis mexicana incrementaron su diferenciación por parte de los inversionistas.

"Para los países que tienen rezago en la integración a los mercados globales, el mensaje es claro: aislacionismo que lleve altos costos en términos de finanzas abstencionistas, inversión inhibida y créditos domésticos caros y mal colocados."¹⁸⁰

1997-1998 fue un bienio de contrastes, en el cual se pudo presenciar la disparidad económica y madurez financiera de los países en el mundo. Zonas económicas bien definidas sufrieron los estragos de crisis financieras producto de desatención y relajamiento financiero. Sin embargo, reconocer la disposición geográfica de las crisis no significa su circunscripción a ese espacio, por el contrario, en un escenario sistémico, los beneficios y los errores se comparten.

Los países industrializados lograron contener el contagio de la crisis económica a sus mercados y continuar su crecimiento. Los Estados Unidos registraron un incremento del PIB de 3.8% en 1997 y de 3.3% en 1998, consecuencia de un mayor dinamismo en el consumo privado y el sector de inversiones, así como a una mayor acumulación de inventarios, bajas tasas de interés e importantes ganancias en el mercado accionario.

¹⁸⁰ Ibid. p.11

El crecimiento obtenido por la economía estadounidense se reflejó en una elevación de precios menor a la esperada: 2% en 1997 y 1.6% en 1998, resultado obtenido de una política monetaria y fiscal congruente con los objetivos de crecimiento. Por su parte, la fortaleza del dólar estadounidense en 1997 y 1998 observó una evolución ambivalente. Durante 1997 el dólar se apreció frente a la mayoría de las monedas extranjeras, gracias a la elevación en las tasas de interés de ese país, aunque para 1998 persistió la tendencia del dólar a depreciarse frente al marco alemán y la libra esterlina. De este modo, durante el bienio 97-98 la participación de los bancos centrales del G-7 se hizo necesaria con la meta de apreciar al dólar y no perder competitividad en el exterior.

El resto de los países industrializados continuó su crecimiento económico para alcanzar en 1997 un alza del PIB de 2.7% y de 1.9% en 1998, desaceleración originada por la problemática existente en Japón y el sureste asiático, Rusia y Brasil, que a fin de cuentas, ajustaron las expectativas de crecimiento económico mundial del 3.2 al 1.8% en el mismo periodo.

"El contagio resultante de la crisis en Asia y en Rusia ha propiciado fuertes presiones sobre sus mercados financieros, dificultando su acceso a los mercados internacionales de capital. No obstante lo anterior, el elemento favorable que se ha mantenido a lo largo del año ha sido la continuidad en el crecimiento económico de las naciones industrializadas de América y Europa."¹⁸¹

La tasa inflacionaria en 1997 y 1998 se situó para el conjunto de países industrializados en 1.6 y 1.5% respectivamente, objetivo concretado por las modificaciones monetarias y fiscales implementadas por los gobiernos desarrollados en aras de contraer la demanda agregada y contribuir al abatimiento inflacionario.

Para 1999 las condiciones económicas mundiales se vieron sustancialmente mejoradas, en el sentido de una mayor estabilidad en el ambiente financiero internacional; aún cuando en

¹⁸¹ SHCP; "Informe Hacendario"; México, SHCP, Oct-Dic. 1998; Vol. 6, No.24, p.16

el primer trimestre del año los problemas económicos en Brasil minaron las expectativas de crecimiento para ese año.

Estados Unidos presentó un crecimiento económico menor, afectado fundamentalmente por la reducción en las exportaciones derivadas de una menor demanda por parte de los países asiáticos y la continúa debilidad en las ganancias de las empresas, desalentando con ello el crecimiento del empleo y resultando en una desaceleración de inversiones. Así, el PIB de los Estados Unidos fue menor al 2% y con un repunte inflacionario del 2.5%.

Para el grupo de países desarrollados, 1999 implicó una desaceleración económica desatada por los episodios de crisis financiera que antecedieron al año en curso y que aún a principios de la anualidad continuaron presentes. Por tanto, el Producto Interno Bruto real se redujo a tan sólo 1.6% para los países con más altos ingresos, así también como un ligero incremento en la tasa inflacionaria de cerca del 2%, la cual hubiera sido más alta de no haber cedido a la baja el precio del petróleo, mismo que durante 1999 se mantuvo en niveles muy elevados.

*"En los Estados Unidos y Europa las presiones inflacionarias fueron desalentadas, reflejo del declive en el precio del petróleo y otros productos, y las presiones descendentes en precios y sueldos del sector manufacturero provenientes de la competencia asiática y una desaceleración en la demanda mundial."*¹⁸²

3.5.2 Tasas de interés internacionales

Inmerso en un ambiente cada vez más impredecible por los componentes que la intervienen, la economía mundial se convierte día a día en un elemento más complejo. La economía globalizada, en la cual los flujos financieros obtienen el papel protagónico de la escena, se encuentra principalmente dominada por el Club de países ricos (G-7), mismo que marca la batuta del crecimiento y posterior desarrollo de la economía mundial. Indicadores como inflación, tasas de interés, ahorro e inversión son decisivos en el movimiento internacional de

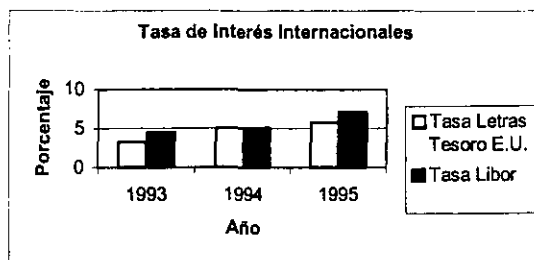
¹⁸² World Bank; "Global Development Finance"; USA, World Bank, 1999b; p.12

capitales, de los cuales las economías emergentes reciben los remanentes de estos, indispensables para el financiamiento de las actividades productivas.

Las inversiones en cartera como recordaremos son colocaciones con altos niveles de retorno, proporcionales al nivel de riesgo ejercido, por lo cual los mercados financieros verán mermadas sus ganancias de inversión en tanto las variables macroeconómicas sean desfavorables al crecimiento y estabilidad económica, fundamentales en la dinámica de bolsa.

En el ambiente externo, 1994 fue un año de recuperación económica para los países industrializados, al experimentar un incremento del PIB promedio de 3.1%, 1.9% más que en 1993, indicador que permitió bajar las tasas de interés a corto plazo en las principales economías mundiales, exceptuando a Estados Unidos y Canadá. Las tasas de interés de corto plazo promediaron 4.8%, 0.4% menos que en 1993, mientras las tasas de interés a largo plazo se situaron en 7.2%, 0.8% más que en 1993. Los Estados Unidos, principal socio comercial de México, experimentó durante el 94 y 95 fuertes embates al dólar provocados por el sobrecalentamiento de la economía, lo cual llevó a la Reserva Federal, banco central de ese país a elevar las tasas de interés para contener el alza de precios. Esta decisión significó un espacio dentro del sistema financiero estadounidense para la recepción de flujos de capital externo. De este modo, las tasas de interés de fondos federales pasaron de 3.00% a finales de diciembre de 1993 a 5.84% en 1994, arrastrando a la tasa Prime Rate utilizada por la banca comercial hasta niveles del 7.75% en el mismo plazo. Por su parte, la tasa londinense interbancaria (London Interbank Offer Rate) Libor, se incrementó hasta 7.1% en 1995 (Ver gráfica No. 3.16)

Gráfica No. 3.16



Fuente: Elaboración propia con base en datos de FMI; "Estadísticas Financieras Int."; Sep. 2000

En adición al comportamiento de tasas de interés mundiales, y como se observa en la respuesta implementada por la Reserva Federal al elevar tasas de interés, 1994 y 1995 fueron años de dificultades para el dólar estadounidense, economía que si bien reflejó crecimiento, éste se vio presionado por un sobrecalentamiento que originó elevación de precios y de tasas de interés. Al

exterior el billete verde perdió competitividad frente al yen japonés y el marco alemán, entre otras monedas, siendo necesaria la intervención de los bancos centrales de las economías industrializadas, mismos que entraron en el mercado de divisas para demandar dólares y evitar su depreciación. Tal circunstancia imprimió fuerza a la decisión de la Fed para aumentar las tasas de interés, hoy por hoy, determinantes en la disponibilidad de flujos hacia nuestro país.

*"Un nuevo aumento de las tasas de interés en E.U. debilita la confianza de los inversionistas, creando una gran sensibilidad en los precios de las acciones y bonos de los principales mercados del mundo."*¹⁸³

El mercado financiero estadounidense, considerado el principal del mundo, es un importante catalizador de la economía mundial e indicador de pronósticos financieros globales, por lo cual un cambio en las expectativas de crecimiento se propagarán en altas o bajas de las tasas de interés locales inevitablemente se propagarán con efectos diversos al resto de las economías nacionales. 1994 y 95 se caracterizaron por una elevación de las tasas de interés de la Fed con el objeto de atraer capitales y con ello recoger efectivo circulante con objeto de contener la inflación. El alza de intereses en nuestro principal socio comercial y principal emisor de flujos especulativos tuvo efectos inmediatos en la disponibilidad de los mismos, por lo cual, las tasas de interés nacionales fueron presionadas igualmente al alza por este factor externo, en el entendido de no perder competitividad frente a los inversionistas nacionales y extranjeros.

*"La competencia por capitales está constituida por la recuperación de las naciones desarrolladas que absorben cantidades significativas de ahorro interno y externo bajo la supremacía de contar con estabilidad financiera y política."*¹⁸⁴

Otra circunstancia por la cual las tasas de interés en el club de países ricos se vieron incrementadas deriva de su alto déficit fiscal que alcanzó entre 1994 y 1995 alrededor del 1.5% del PIB.

¹⁸³ Viguera Arteaga, Xochilt; "Drástica caída del dólar" en *Capital Mercados Financieros*; México, Año 7, #76, Agosto 1994; p.38

¹⁸⁴ Viguera Arteaga, Xochilt; "Inversión extranjera" en *Capital Mercados Financieros*; México, Año 7, #80, Diciembre 1994; p.43

El periodo 96-99 comprendió una dinámica de las tasas líder a nivel internacional sumamente relevante en un escenario externo igualmente volátil, producto de crisis financieras sistémicas y en donde las inversiones especulativas jugaron el repetitivo papel de profundizadores de la crisis. Las tasas de interés estadounidense –economía que transitó casi incólume a la vorágine mundial- debió en ese periodo mantener un papel de regulador de liquidez frente a las presiones externas de inflación y de entrada de capitales (especialmente en portafolios); dada la gran incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales por las expectativas de crecimiento mundial, los Estados Unidos y las economías europeas se convirtieron en el espacio idóneo de los inversionistas para cubrirse de los vaivenes externos.

La Reserva Federal, banco central de ese país, realizó movimientos entre 1996 y 1999 tanto a la alza como a la baja en sus principales tasas de interés (Treasure Bills o Certificados del Tesoro, entre otros) así como en su rendimiento de bonos a mediano y largo plazo (30 años), con objeto además de hacer más atractivo al dólar americano.

“Lo anterior fue resultado de la preferencia de los inversionistas extranjeros por la moneda de Estados Unidos, la cual estuvo respaldada por los diferenciales positivos en sus tasas de interés con respecto a las prevalecientes en los países de Europa y Asia.”¹⁸⁵

En 1996 la reserva Federal de los Estados Unidos en busca de estimular el crecimiento económico, abatir la inflación y reducir el gasto público, decidió disminuir las tasas de interés. De este modo, las tasas letras del Tesoro (tipo de descuento de nuevas emisiones de letras a tres meses y sus promedios anuales) se contrajeron de 5.92% en 1995 a 5.22% en 1996. De igual modo la Tasa de Certificados de Depósito (promedio no ponderado de las tasas ofrecidas cotizadas por lo menos por cinco comerciantes a primeras horas del día, correspondientes a certificados de depósito a tres meses en el mercado secundario¹⁸⁶) redujo su rendimiento de 5.92 en 1995 a 5.39% en 1996. Por su parte, las tasas de interés a

¹⁸⁵ SHCP; “Informe Hacendario”; México, SHCP, Enero-Marzo 1997; Vol.5, No.17, p.13

¹⁸⁶ FMI; “Estadísticas Financieras Internacionales”; USA, FMI, 2000; S332

largo plazo en el Grupo de los 7 cayeron repentinamente así como las expectativas inflacionarias y el crecimiento se aligeraron y la probabilidad del recorte en el déficit fiscal de los países industrializados mejoró. El promedio del rendimiento real de los bonos a 10 años en el G-7, que había crecido en el último trimestre de 1994 en 220 puntos base, para 1996 cayó 150 puntos. Las tasas de corto plazo también cayeron en Alemania, Japón, Estados Unidos y a lo largo del año, en varios países más.

Hacia 1997 y 1998 las tasas de interés en Estados Unidos mostraron un comportamiento mixto. Las tasas letras del Tesoro se incrementaron a un nivel de 5.34% en 1997 para luego promediar en 1998 una caída a 4.83%. De igual modo la tasa interbancaria o tasa de fondos federales (tasas a las cuales los bancos compran o piden prestado fondos en el mercado interbancario para hacer frente a sus reservas obligatorias de corto plazo o financiar préstamos e inversiones a largo plazo¹⁸⁷) se elevó en promedio de 5.30 en 1996 a 5.46% en 1997, para luego observar una reducción hacia 1998 de 5.35%.

“Una baja o caída en las tasas de interés de los países industrializados puede proveer un límite a la demanda agregada o al menos compensar en algo un reciente incremento en la prima de los créditos a los países subdesarrollados.”¹⁸⁸

Tales variaciones en las tasas de interés de los Estados Unidos tienen su razón en las presiones sobre la moneda verde, así como en el índice inflacionario que para 1997 había registrado un ligero crecimiento, al igual que en países del continente europeo.

Asimismo, la tasa Libor (London Interbank Offer Rate) siguió la tendencia de las tasas de interés estadounidenses al repuntar su nivel con respecto a 1995 (5.1%). En 1997 la Libor nominal a 6 meses elevó su nivel a 5.8% y para 1998 registró un descenso de .3 puntos porcentuales para quedar en 5.5%, lo cual indica la marcada tendencia de espejo de las tasas estadounidenses sobre el resto de las tasas líder del mundo.

¹⁸⁷ Idem

¹⁸⁸ World Bank; “Global Economics Prospects and the Developing Countries 1998/99”; USA, World Bank, 1999c; p.18

En 1999 el panorama económico y financiero de los Estados Unidos registró un descenso de la actividad económica, afectado principalmente por una caída en la tasa de ahorro familiar y de las ganancias corporativas. Para alentar una mejoría de las variables macroeconómicas, la Reserva Federal decidió en 1999 recortar las tasas de interés en sus diferentes modalidades.

*"La Reserva Federal pareció un tanto dispuesta y capaz de apoyar al consumidor, a la confianza en los negocios y a flexibilizar la severidad de cualquier ajuste en el mercado accionario."*¹⁸⁹

De esta manera, la tasa de certificados de depósitos disminuyó en 14 décimas de punto para situarse en 5.33% con relación a 1998; la tasa de letras del Tesoro registró un marginal descenso de 4.83% en 1998 a 4.81% en 1999. Asimismo, el movimiento de valores del tesoro en poder de no residentes (extranjeros) fue menor al año previo en 9 mil 600 millones de dólares para totalizar en 1999 1306.7 miles de millones de dólares. El rendimiento de los bonos de Estado a 10 años en contrapartida incrementó su premio con respecto a 1998 (5.26%) para quedar en 5.64%, esto por el escenario externo que si bien a lo largo de 1999 observó mayor estabilidad financiera, el resultado tras la crisis asiática, rusa y brasileña fue de una severa desaceleración en la actividad global, incluso para los Estados Unidos.

*"Las tasas de interés también cayeron, pero el diferencial entre el rendimiento de valores y bonos permaneció alto."*¹⁹⁰

Lo anterior deriva de una importante caída de los mercados de valores en los países industrializados, influidos por el periodo de recesión económica acontecido.

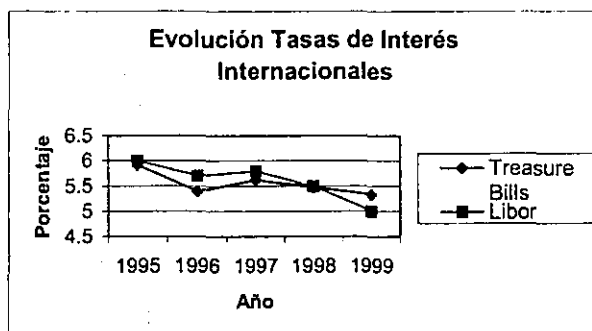
La tasa Libor por su parte continuó una tendencia similar a las tasas de los Estados Unidos al presentar una disminución considerable de medio punto para quedar en 5.0% en 1999.

¹⁸⁹ World Bank 1999b; op. cit. p.10

¹⁹⁰ World Bank 1999c; op. cit.; p.46

Debe tomarse en cuenta la importancia de las tasas de interés Libor dentro del contexto de deuda externa, tanto pública como privado, debido a que muchos de los empréstitos contratados por empresas y el gobierno federal son tasados en esta variable internacional, por lo que cualquier variación en el nivel de la Libor significa un aumento o disminución en el servicio de la deuda externa. (Ver gráfica No. 3.17)

Gráfica No. 3.17



Fuente: World Bank; "Global Economics Prospects and the Developing Countries 1999"

3.5.3 Volatilidad en mercados internacionales

Característica del sistema financiero mundial moderno son las crisis económicas que han tenido su origen en buena proporción en sistemas financieros imperfectos e inmaduros, en políticas fiscales y monetarias poco adecuadas y relajadas, transmitiendo condiciones poco propicias para transacciones seguras y estables y proporcionando actividades altamente especulativas por parte de los intermediarios financieros que ponen en riesgo la estabilidad económica local y regional.

Circunstancias similares se hicieron presentes en la última década del siglo XX, particularmente en los últimos cinco años, el mundo financiero internacional experimentó lapsos de crisis regionales de gran magnitud para las economías emergentes y de las cuales, las economías desarrolladas vieron afectadas sus expectativas de crecimiento, lo cual indica que una crisis financiera en un ambiente globalizado necesariamente afecta –aunque diferenciadamente- a todas las economías.

“Lo que muchos esperaban no fuera más que un simple estornudo, en cambio llegó a ser la más grande amenaza a la estabilidad del mercado económico mundial desde la Gran Depresión.”¹⁹¹

Lo sucedido con México en 1994-95 corroboró las teorías económicas sobre la elevada vulnerabilidad estructural del sistema económico y financiero internacional ante eventuales periodos de crisis. La disposición económica en los países asiáticos y posterior desestabilización en el mercado ruso y en uno tan lejano como el brasileño dictaron un fallo: una crisis de proporciones mayúsculas en la cual la libertad de los flujos de capital fundamentalmente especulativo desestabilizan en cuestión de minutos u horas a una economía completa, destruyendo planes económicos y expectativas de crecimiento.

Tanto la crisis asiática, rusa y brasileña se sucedieron casi simultáneamente, ocasionando que la última mitad de 1997, 1998 y los primeros meses de 1999 se convirtieran en tiempos de desazón, absoluto desconcierto y caída de bolsas de valores por la gran volatilidad imperante.

“Cualquier choque que conduzca a cambios en el retorno de activos en un mercado emergente contribuirá a cambios en la colocación de portafolios de todo el resto de mercados emergentes.”¹⁹²

Los países que otrora fueran ejemplo de un desmedido crecimiento sostenido por varios años en la zona del sudeste asiático después de la 2ª Guerra Mundial y que alcanzaron su boom económico en la década de los 70', en 1997 y 98 encararon un sisma financiero de grandes proporciones que contagió a otras economías de la región y el mundo.

Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea del Sur y Filipinas, economías reconocidas por su gran dinamismo económico (los dragones asiáticos) en años previos a 1997 incurrieron en omisiones considerables en materia financiera al ser objeto de inversiones de corto plazo altamente especulativas que financiaron una gran cantidad de créditos bancarios con igual

¹⁹¹ Palabras de Stiglitz, Joseph E., Vicepresidente y jefe de Economistas del Banco Mundial en World Bank 1999c; op. cit. contraportada

¹⁹² Buckberg, Elaine; “Institutional investors and asset pricing in emerging markets”; USA, IMF, 1996; Policy Research Working Paper 96/2; p.14

nivel de riesgo, especialmente en los sectores inmobiliarios y de la construcción, lo cual dio lugar a un auge de créditos desmedidos y sin considerar el elevado grado de riesgo.

“En estas condiciones el sector financiero se convirtió paulatinamente en una fuente de valorización de capital en el corto plazo, con fuertes componentes especulativos, dada su volatilidad.”¹⁹³

Si a esta posición se agregan características poco viables en materia cambiaria como un tipo de cambio real sobrevaluado, resultado de ingresos de capitales de corto plazo, un régimen de tipo de cambio fijo y cambios en los precios relativos de los bienes comerciables que imprimieron en las empresas exportadoras una pérdida de competitividad, aunado a un déficit de cuenta corriente financiado esencialmente (como en el caso mexicano) por recursos en cartera, colocaron a las naciones asiáticas en un piso poco estable.

Al mantener un gran número de créditos riesgosos, la banca de dichos países se vio en serios aprietos al momento de producirse los primeros indicios de devaluación, incrementándose la cartera vencida y sobreviniendo con ello una crisis bancaria. Para entonces, los mercados de valores habían iniciado ya su tendencia negativa por el nerviosismo presente entre los inversionistas que en vísperas de una crisis financiera, retiraron sus capitales de la zona asiática, trastocando con ello la estabilidad económica de otras naciones como Japón, Taiwan y Singapur.

“Es importante notar que la caída del mercado bursátil antecedió a la crisis, a diferencia de México, donde la caída del precio de los activos fue simultánea a la del tipo de cambio.”¹⁹⁴

Con el recrudecimiento de la crisis japonesa en 1997, la situación se complicó de manera considerable, por lo cual organismos como el Fondo Monetario Internacional implementaron medidas restrictivas y de contención económica para mitigar el caos en la

¹⁹³ Ramírez, Miguel Ángel; “La crisis financiera de Asia: elementos para un debate global” en Comercio Exterior; México, Bancomext, Octubre 1998; Sección Internacional, p.938

¹⁹⁴ Armendariz de Hínestrosa, Patricia; “La crisis del Sudeste asiático y México: similitudes y diferencias” en Comercio Exterior; México, Bancomext, Febrero 1999; p.132

Bolsa y en los mercados financieros internacionales; la permanencia en un ambiente volátil de la economía japonesa implicaba entonces una amenaza para el resto de las economías industrializadas por la gran preponderancia financiera de este país en materia de exportación de bienes y servicios y de participación en mercados accionarios y de capitales externos; al respecto así se pronunció el Secretario de Hacienda de México:

*"Además de los peligros planteados por un posible agravamiento de la crisis en Asia, la economía mundial se enfrentó a otros riesgos. Entre ellos destaca la situación económica en Japón y la evolución del mercado petrolero. La débil actividad económica de ese país y la fragilidad de su sistema financiero podrían afectar la recuperación de las economías asiáticas en crisis y el crecimiento mismo de la economía mundial."*¹⁹⁵

Al final de la crisis en el sudeste asiático, las reservas internacionales de esos países se encontraban seriamente disminuidas y las bolsas de valores obtuvieron un desplome de alrededor del 80%. En Korea del Sur, el valor accionario cayó 73.8%, en Tailandia 73.6%, en Filipinas 74.7%, en Indonesia 90.8% y en Malasia 81.5%; por su parte, las tasas de interés se elevaron considerablemente, las monedas del conjunto de países se depreciaron con respecto al dólar en promedio un 40%, a excepción de Indonesia, donde la rupia se devaluó 76.6%. Tan sólo en 1997, salieron del sudeste asiático cerca de 80 billones de dólares y en el conjunto de países emergentes 161 billones de dólares, lo cual da referencia del impacto sistémico que tienen las crisis. Instituciones financieras especializadas en el mercado de deuda debieron en consecuencia modificar su nivel de calificación de deuda emitida por los gobiernos y empresas privadas de Asia con una tendencia negativa (B+) cuando otrora el nivel llegaba al AAA.

"En el caso de los mercados emergentes, las agencias calificadoras de riesgo, principalmente instituciones proveedoras de información a los inversionistas, han demostrado ser un instrumento insatisfactorio en los

¹⁹⁵ Palabras del Secretario de Hacienda y Crédito Público, José Angel Gurriá ante el Comité Interior del FMI el 16 de abril de 1998 y publicada en Comercio Exterior; México, Bancomext, Abril 1998; Vol.48, No.4

últimos años. Por lo regular han actuado en forma enteramente procíclica, al promover primero inversiones excesivas en dichos mercados y luego una salida masiva de capitales."¹⁹⁶

Aún no terminaban de estabilizarse los mercados asiáticos cuando el sistema financiero ruso se convirtió en una extensión de la crisis del dragón. El efecto Vodka aludió a la inestabilidad exhibida en el mercado ruso durante 1998. El gobierno de Boris Yeltsin debió implementar políticas de austeridad tras las difíciles condiciones en que se posicionó a la economía rusa en la transición de un sistema socialista a uno de libre mercado. El déficit fiscal en el país soviético se convirtió en un lastre pesado para la economía de aquel país, derivado de una política monetaria y fiscal debilitada por los problemas políticos imperantes. En adición, este saldo negativo en las cuentas públicas fue financiado por inversiones especulativas, así como por empréstitos de corto plazo; para culminar la dura situación rusa, la caída en los precios internacionales del petróleo minaron sensiblemente los ingresos del gobierno de Yeltsin en el concepto de exportaciones.

En agosto de 1998, el rublo se vio constantemente presionado por ataques especulativos, que a la postre acabaron en la devaluación de la moneda corriente y obligando en consecuencia a declarar la moratoria de la deuda, circunstancia que como era de esperarse inició una oleada especulativa en el resto de los mercados financieros internacionales, en especial los mercados emergentes fueron los más afectados por tales decisiones.

*"Con ello siguió una salida mucho más generalizada de capitales de los mercados emergentes, llevando a severas presiones a sus divisas y precio de activos."*¹⁹⁷

En similitud de condiciones surgió la crisis brasileña mejor conocida por sus efectos internacionales como Efecto Samba; influida por un agudo déficit fiscal por varios años consecuentado, la economía brasileña enfrentó severas presiones sobre el cruzeiro durante

¹⁹⁶ Cepal; "Declaración sobre la crisis financiera internacional" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Octubre 1998; Vol.48, No.10, p.847

¹⁹⁷ World Bank 1999c; op. cit. p.11

1998, situación profundizada y sólo postergada por la utilización de un régimen de tipo de cambio fijo que facilitó la formación de una burbuja especulativa que terminó por obligar a la autoridad brasileña a poner a flotar a la moneda de curso legal el 13 de enero de 1999, fecha en que el cruzeiro perdió un tercio de su valor frente al dólar y elevando las tasas de interés hasta 45%. Inmediatamente la incertidumbre de los inversionistas en bolsa contagiaron a los mercados internacionales, influyendo negativamente sobre las economías emergentes, principalmente latinoamericanas.

“A pesar de la modesta recuperación de los flujos privados en países de América Latina, por las emisiones de bonos de Argentina y México, el mercado fue menos receptivo desde la crisis, los créditos permanecieron altos y confinados a los mejores demandantes de créditos.”¹⁹⁸

Gracias al paquete financiero ofrecido por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la banca internacional, el incierto periodo en Brasil pudo ser contenido.

Tabla 3.11
Paquete de Rescate en Asia del Este, Rusia y Brasil Julio 1997-Enero 1999
(Millones de dólares)

| País | Fondo Prometido | | | | | Fondo Desembolsado | | |
|-----------------|-----------------|--------------|---------------|-----------|-------|--------------------|---------------|-------|
| | FMI | Multilateral | Banco Mundial | Bilateral | Total | FMI | Banco Mundial | Otros |
| Indonesia | 11.2 | 10.0 | 5.5 | 26.1 | 42.3 | 6.8 | 1.3 | 1.4 |
| Korea | 20.9 | 14.0 | 10.0 | 23.3 | 58.2 | 18.2 | 5.0 | 4.0 |
| Tailandia | 4.0 | 2.7 | 1.5 | 10.5 | 17.2 | 3.0 | 0.8 | 8.9 |
| Federación Rusa | 11.2 | 1.5 | 1.5 | 9.9 | 22.6 | 4.5 | -- | -- |
| Brasil | 18.0 | 9.0 | 4.5 | 14.5 | 41.0 | 4.6 | -- | 4.0 |

Fuente: World Bank; "Global Development Finance 1999": USA, World Bank, 1999, p.91

Con los datos antecedentes en el mercado financiero y económico internacional es como la economía mexicana enfrenta el periodo 1996-1999, temporalidad por cierto inserta en un ambiente de creciente volatilidad financiera que sin duda afectarían la captación de flujos de capital en los mercados emergentes, caso particular el de nuestro país, el cual si bien observó una recuperación en el mercado accionario y de dinero con respecto a la crisis de 1994, esta recuperación nunca alcanzó los niveles logrados en 1993. Si observamos, la administración pública federal estuvo en todo momento presente en la evolución económica a través de sus diferentes instituciones financieras, estableciendo entonces que la presencia

¹⁹⁸ World Bank 1999b; op. cit. p.9

de crisis económicas y la volatilidad de capitales son también competencia del gobierno mexicano.

En las siguientes líneas nos enfocaremos a situar cómo se ha transformado el sistema financiero nacional a raíz de la nueva dinámica financiera internacional y cómo se ha adecuado la administración pública mexicana a dicho escenario.

CAPÍTULO CUARTO: LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

4.1 EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

4.1.1 Marco Jurídico

La evolución presente en el escenario financiero mexicano, dadas las circunstancias anteriormente señaladas en los dos capítulos precedentes denotaban la obvia escasez de maduración en las estructuras encargadas de dar seguimiento a la dinámica financiera nacional para que éste se produjera en un ambiente de eficiencia, seguridad y orden.

Parte de esta ineficiencia se origina en ambigüedades, relajamiento y falta de interés por otorgar mayor certidumbre al sistema.

En el presente capítulo abordaremos la estructura del sistema financiero nacional y la relación entre los diferentes actores del mismo para comprender el porqué de la vulnerabilidad del sistema a los choques externos.

Como en todo país, el sistema financiero mexicano se articula por un marco jurídico que intenta integrar a un todo financiero y en donde, la rectoría del Estado se mantiene presente.

“Corresponde al Estado la rectoría del desarrollo nacional para garantizar que este sea integral y sustentable, que fortalezca la soberanía de la nación y su régimen democrático y que, mediante el fomento del crecimiento económico y el empleo y una más justa distribución del ingreso y la riqueza permita el pleno ejercicio de la libertad y la dignidad de los individuos, grupos y clases sociales, cuya seguridad protege esta constitución.”¹⁹⁹

Es el Estado la organización esencial encargada de dirigir todas aquellas estrategias tanto normativas como institucionales que tengan por objeto alcanzar el crecimiento económico y el desarrollo social. Por ello, corresponde al estado establecer las normas que regirán la situación económica y financiera, como lo señala la Constitución Política de los E.U.M.

¹⁹⁹ Art. 25 de la Constitución Política de los E.U.M.

*"El Estado planeará, conducirá, coordinará y orientará la actividad económica nacional y llevará a cabo la regulación y fomento de las actividades que demande el interés general."*²⁰⁰

Al efecto, el gobierno mexicano erige instituciones responsables de vigilar el cumplimiento de la ley.

En el ámbito financiero, y siendo éste fundamental para el crecimiento económico, el marco jurídico incluye leyes, reglamentos y circulares numerosas, entre las que se encuentran:

- Ley de Instituciones de Crédito
- Ley del Mercado de Valores
- Reglamento de la Ley del Mercado de Valores
- Ley para regular las Agrupaciones Financieras
- Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
- Ley de Sociedades de Inversión
- Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros
- Ley Monetaria de los E.U.M.
- Ley de la Casa de Moneda de México
- Reglamento Interno de la S.H.C.P.
- Ley del Banco de México
- Reglamento Interno del Banco de México
- Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Reglamento de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Reglamento de la C.N.B.V. en Materia de Inspección, Vigilancia y Contabilidad
- Ley Federal de Instituciones de Fianzas
- Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros
- Reglamento Interno de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
- Reglamento de la C.N.S.F. en Materia de Inspección, Vigilancia y Contabilidad
- Reglamento Interno de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro

²⁰⁰ Idem

- Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro
- Ley de Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros

El listado jurídico legislado busca prevenir, regular, supervisar y sancionar la actuación de los intermediarios financieros en la economía, así como aquellas actividades relacionadas con ello. Siendo así, la norma se orienta tanto a la regulación directa de la dinámica existente en el mercado como a las funciones y facultades permitidas a las instituciones de la administración pública involucradas en ese entorno.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, particularmente se relaciona de manera preponderante con el sistema financiero mexicano. La Ley Orgánica de la Administración Pública Federal establece como facultad de este organismo:

*“VII Planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país, que comprende al Banco central, a la banca nacional de desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio de banca y crédito.
VIII Ejercer las atribuciones que le señalan las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y de organizaciones y actividades auxiliares de crédito.”²⁰¹*

En atención a lo dispuesto por la LOAPF, la SHCP en su Reglamento Interno encarga a la Dirección General de Seguros y Valores:

“Formular, para aprobación superior, las políticas de promoción, desarrollo, regulación y supervisión de las instituciones de seguros, de fianzas, de las casas de bolsa, de las sociedades de inversión y de sus operadoras, de las bolsas de valores, de las bolsas de futuros y opciones, de socios liquidadores y compensación, de las instituciones para el depósito de valores, las demás participantes en el mercado de valores, de las organizaciones auxiliares de crédito y casas de cambio, de las actividades de seguros, fianzas, valores y auxiliares del crédito y en el

²⁰¹ Ley Orgánica de la Admón. Púb. Fed. D.O.F. 19-Dic-76 Reformas 28-Dic-94, 15-May-96, 24-Dic-96

ámbito de su competencia de las sociedades controladoras y de filiales de instituciones financieras del exterior, así como las relativas a la coordinación sectorial de los intermediarios financieros, que tengan el carácter de entidades de la administración pública federal."²⁰²

La SHCP atiende de esta manera el fortalecimiento del sistema financiero nacional procurando abarcar a todo el estrato de instituciones e intermediarios bancarios y no bancarios con el objeto de regular su funcionamiento en base a los objetivos planteados en el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1997-2000.

Por su parte, el Banco de México participa dentro del Sistema Financiero Mexicano (SFM) como suministrador de liquidez como lo establece la Ley del Banco de México en su Art.2º

"El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y proporcionar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos."²⁰³

Organismo desconcentrado de la SHCP que también coadyuva en el buen funcionamiento del sistema financiero nacional lo constituye la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, organismo que de acuerdo al marco jurídico que la rige, es responsable de:

"Supervisar y regular, en el ámbito de su competencia a las entidades financieras, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto, supervisar y regular a las personas

²⁰² Reglamento Interno de la SHCP; D.O.F. 11-Sep-96 Ult. Reforma 16-Oct-00

²⁰³ Ley del Banco de México; D.O.F. 23-Dic-93 Ult. Reforma 19-Ene-99

*físicas y demás personas morales, cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al citado sistema financiero.*²⁰⁴

El marco jurídico que regula al sistema financiero mexicano ha sufrido constantes cambios, lo cual indica que es una norma que evoluciona conforme también lo exige el mercado. Un sistema jurídico que se modifica constantemente es indicio de un sistema que se adecua a las nuevas necesidades del mercado, caso por ejemplo de la Ley del Mercado de Valores, la cual desde su publicación el 2 de enero de 1975 ha sido modificada en 19 ocasiones, reflejando el fortalecimiento del mercado de valores en nuestro país.

*“La Comisión Nacional de Valores podrá establecer, mediante disposiciones de carácter general, las características a que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de esta ley con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia en las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado.”*²⁰⁵

En general, el marco jurídico en materia financiera establece claramente las facultades de la autoridad para orientar y vigilar la estructura financiera nacional, siendo en ese sentido, corresponsable en el buen funcionamiento de la misma. Del mismo modo, la norma financiera ha observado cambios con el fin de generar y captar mayores recursos para lograr un mejor control sobre su manejo, sin que hasta el momento se haya alcanzado su pleno cumplimiento.

4.1.2 Organización

De acuerdo con Antonio Ocampo, el SFM es el conjunto de instituciones, organismos y autoridades que administran, orientan y dirigen los recursos generados por el gran público

²⁰⁴ Ley de la CNBV; D.O.F. 28-Abr-95 Reformas 23-Ene-98 y 18-Ene-99

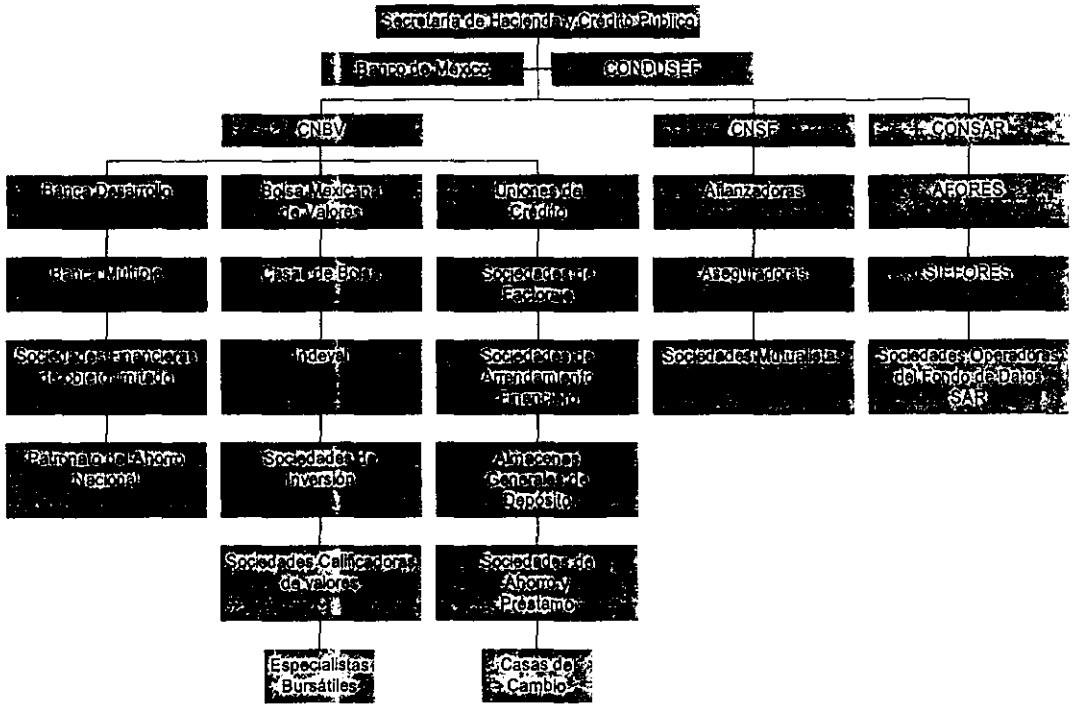
²⁰⁵ Idem

inversionista y ahorrador.²⁰⁶

Partiendo de esta definición, podemos identificar dos tipos de instituciones dentro del SFM:

- Instituciones reguladoras
- Instituciones operativas

ESTRUCTURA ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



Como se mencionó en el apartado anterior tanto la SHCP, Banco de México, la CNBV, la CNSF, la CONSAR y la CONDUSEF son las principales instituciones gubernamentales encargadas de regular el funcionamiento del SFM.

Semejante encargo significa rectoría en el desarrollo de la economía del país, toda vez que el sistema financiero nacional es fundamental para el sistema de pagos de una nación.

²⁰⁶ Ocampo Echaz, Antonio; "El marco legal del mercado de valores"; México, Edit. Universidad Juárez Act., 1995; p.19

Con el proceso de globalización financiera, el sistema financiero mexicano se ha transformado tanto en su estructura como en la dinámica propia del mercado; las necesidades de éste han exigido mayor flexibilidad en las operaciones y un mayor número de posibilidades de inversión y ganancia, es por ello que la administración pública mexicana también ha modificado su diseño organizacional para adecuarse al nuevo escenario de economías cada vez más globalizadas. Sin embargo, como hemos observado, la capacidad de gestión, el control y el seguimiento de los movimientos financieros, principalmente capitales especulativos, por parte de la autoridad se complica progresivamente a medida que avanza la innovación financiera. A continuación señalamos las funciones de los organismos gubernamentales relacionados con la regulación financiera.

La SHCP, tiene bajo su despacho la promoción, formulación de políticas y por lo tanto, la planeación, coordinación, vigilancia y evaluación de los intermediarios financieros (bancarios y no bancarios) señalados en la fracción I del Art. 32 de su reglamento interno.

La SHCP alberga uno de los principales cotos de poder dentro del SFM al instrumentar la política financiera nacional, regularla y otorgar permiso directa o indirectamente a los servicios y actividades a realizar por los intermediarios.

Corresponde a la Dirección de Banca y Ahorro, Dirección de Banca de Desarrollo y a la Dirección de Seguros y Valores de la SHCP tomar cuenta de los objetivos señalados para esta secretaría en la LOAPF.

El Banco de México, sujeto de derecho público y organismo autónomo desde 1993 tiene como función coadyuvar al buen desarrollo de las actividades financieras procurando estabilidad monetaria e interactuando con las diversas entidades financieras involucradas para lograr dicho fin. El Banxico desempeña las siguientes actividades:

- Regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pago.
- Operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia.
- Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo.

- Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y, particularmente, financiera
- Participar en el FMI y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales y
- Operar con los organismos a que se refiere la fracción anterior con bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.

Por su parte, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, órgano desconcentrado de la SHCP, es responsable directo en la correcta supervisión de los intermediarios bancarios, financieros y bursátiles, a excepción de aquellos relacionados con fianzas y seguros, dado que estos son competencia de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores tiene bajo su despacho entre otras, las siguientes actividades:

- Realizar la supervisión de las entidades, así como de las personas físicas y demás personas morales cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al sistema financiero;
- Emitir en el ámbito de su competencia la regulación prudencial a que se sujetarán las entidades;
- Dictar normas de registro de operaciones aplicables a las entidades;
- Fijar reglas para la estimación de los activos y, en su caso, de las obligaciones y responsabilidades de las entidades, en los términos que señalan las leyes;
- Expedir normas respecto a la información que deberán proporcionarle periódicamente las entidades;
- Emitir disposiciones de carácter general que establezcan las características y requisitos que deberán cumplir los auditores de las entidades, así como sus dictámenes;
- Establecer los criterios a que se refiere el artículo 2o. de la Ley del Mercado de Valores, así como aquéllos de aplicación general en el sector financiero acerca de los actos y operaciones que se consideren contrarios a los usos mercantiles, bancarios y bursátiles o sanas prácticas de los mercados financieros y dictar las medidas necesarias para que las entidades ajusten sus actividades y operaciones a las leyes que les sean aplicables, a las

disposiciones de carácter general que de ellas deriven y a los referidos usos y sanas prácticas;

- Fungir como órgano de consulta del Gobierno Federal en materia financiera.

En el caso de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, organismo desconcentrado de la SHCP, su misión es garantizar al público usuario de los seguros y las fianzas que los servicios y actividades que las instituciones y entidades autorizadas realizan se apeguen a lo establecido por las leyes. Para cumplir este propósito tiene a su cargo las siguientes funciones:

- La supervisión de solvencia de las instituciones de seguros y fianzas.
- La autorización de los intermediarios de seguro directo y reaseguro.
- El apoyo al desarrollo de los sectores asegurador y afianzador.
- Realizar la inspección y vigilancia que conforme a la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros (LGISMS) y la Ley Federal de Instituciones de Fianzas le competen (LFIF);
- Fungir como órgano de consulta de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), tratándose del régimen asegurador y afianzador y en los demás casos que las leyes determinen;
- Emitir las disposiciones necesarias para el ejercicio de las facultades que la Ley le otorga, y para el eficaz cumplimiento de la misma, así como de las reglas y reglamentos que con base en ella se expidan y coadyuvar mediante la expedición de disposiciones e instrucciones a las instituciones y sociedades mutualistas de seguros, y las demás personas y empresas sujetas a su inspección y vigilancia, con las políticas que en esas materias competen a la SHCP, siguiendo las instrucciones que reciba de la misma;
- Presentar opinión a la SHCP sobre la interpretación de la LGISMS y de la LFIF en caso de duda respecto a su aplicación;
- Coadyuvar con la SHCP en el desarrollo de políticas adecuadas para la selección de riesgos técnicos y financieros, en relación con las operaciones practicadas por los sistemas asegurador y para el desarrollo de políticas adecuadas para la asunción de responsabilidades y aspectos financieros con las operaciones del sistema afianzador, siguiendo las instrucciones que reciba de la propia Secretaría;

- Proveer las medidas que estime necesarias para que las instituciones de fianzas cumplan con las responsabilidades contraídas con motivo de las fianzas otorgadas.

Tanto la CNBV, la CNSF y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro se constituyen para vigilar directamente el orden y seguridad en las operaciones financieras realizadas por los intermediarios.

La CONSAR en su caso se encarga de coordinar, regular y vigilar el correcto funcionamiento de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) y las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (SIEFORES).

La CONSAR esta facultada entre otros aspectos para:

- Regular mediante la expedición de disposiciones de carácter general, lo relativo a la operación de los sistemas de ahorro para el retiro, la recepción, depósito transmisión y las cuotas y aportaciones correspondientes a dichos sistemas, así como la transmisión, manejo e intercambio entre las dependencias y entidades de la administración pública federal, los institutos de seguridad social y los participantes en los referidos sistemas, determinando los procedimientos para su buen funcionamiento;
- Expedir las disposiciones de carácter general a las que habrán de sujetarse los participantes en los sistemas de ahorro para el retiro, en cuanto a la constitución, organización, funcionamiento, operación y participación en los sistemas de ahorro para el retiro, tratándose de las instituciones de crédito e instituciones de seguros, esta facultad se aplicará en lo conducente;
- Emitir en el ámbito de su competencia la regulación prudencial a la que se sujetarán los participantes en los sistemas de ahorro para el retiro
- Emitir reglas de carácter general para la operación y pago de los retiros programados
- Establecer las bases de colaboración entre las dependencias y entidades públicas participantes en la operación de los sistemas de ahorro para el retiro.

Arbitro conciliatorio en conflictos entre usuarios de servicios financieros y las instituciones que los prestan, la CONDUSEF (Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros), órgano descentralizado (que goza de personalidad jurídica y patrimonio propios) y de reciente creación, busca la equidad otorgando a los usuarios elementos para fortalecer la seguridad jurídica en las operaciones que realicen y en

las relaciones que establezcan con las instituciones financieras. La CONDUSEF esta facultada para:

- I. Atender y resolver las consultas que le presenten los Usuarios, sobre asuntos de su competencia;
- II. Atender y, en su caso, resolver las reclamaciones que formulen los Usuarios, sobre los asuntos que sean competencia de la Comisión Nacional,
- III. Llevar a cabo el procedimiento conciliatorio entre el Usuario y la Institución Financiera en los términos previstos en esta Ley, así como entre una Institución Financiera y varios Usuarios, exclusivamente en los casos en que éstos hayan contratado un mismo producto o servicio, mediante la celebración de un solo contrato, para lo cual dichos Usuarios deberán apegarse a lo establecido en el último párrafo del artículo 63 de esta Ley;
- IV. Actuar como árbitro en amigable composición o en juicio arbitral de estricto derecho de conformidad con esta Ley, en los conflictos originados por operaciones o servicios que hayan contratado los Usuarios con las Instituciones Financieras, así como emitir dictámenes técnicos de conformidad con esta Ley;
- V. De conformidad con lo señalado por el artículo 86 de esta Ley, prestar el servicio de orientación jurídica y asesoría legal a los Usuarios, en las controversias entre éstos y las Instituciones Financieras que se entablen ante los tribunales, con motivo de operaciones o servicios que los primeros hayan contratado; así como respecto de prestatarios que no corresponden al sistema financiero, siempre y cuando se trate de conductas tipificadas como usura y se haya presentado denuncia penal;
- VI. Proporcionar a los Usuarios los elementos necesarios para procurar una relación más segura y equitativa entre éstos y las Instituciones Financieras.
- VII. Expedir, cuando así proceda, a solicitud de parte interesada y previo el pago de los gastos correspondientes, copia certificada de los documentos que obren en poder de la misma, siempre y cuando se compruebe fehacientemente el interés jurídico.

Ahora bien, procederemos a listar la estructura del sistema financiero mexicano. Para mayor comprensión y orden del lector, estructuramos al SFM de acuerdo a la institución reguladora.

4.1.2.1 Comisión Nacional Bancaria y de Valores

4.1.2.1.1 Sistema Bancario

El sistema bancario mexicano tiene por tarea captar el ahorro público y los recursos que se prestan a familias, empresas y al gobierno, pero además mediante diversos medios de pago, los bancos facilitan el intercambio de bienes.

De acuerdo a la Ley de Instituciones de Crédito, se establece que el servicio de banca y crédito sólo podrá prestarse por instituciones de crédito que podrá ser:

- I. Instituciones de banca múltiple
- II. Instituciones de banca de desarrollo

4.1.2.1.1.1 Instituciones de Banca Múltiple

Son aquellos denominados sociedades anónimas de capital fijo, los cuales captan recursos del público a través de pagarés, certificados de depósito, cheques, etc. (operaciones pasivas) y éstos recursos a su vez son prestados mediante diferentes tipos de crédito. Entre las operaciones permitidas se encuentran:

- I. Recibir depósitos bancarios de dinero
 - a) A la vista
 - b) Retirables en días preestablecidos
 - c) De ahorro
 - d) A plazo con previo aviso
- II. Aceptar préstamos y créditos
- III. Emitir bonos bancarios
- IV. Expedir tarjetas de crédito con base en contratos de apertura de crédito
- V. Asumir obligaciones por cuenta de terceros con base en créditos concedidos a través del otorgamiento de aceptaciones, endoso a aval de títulos de crédito

Tras la crisis económica del 94, éste sector financiero se vio gravemente afectado, por problemas ligados a rezagos administrativos, de operatividad y por condiciones propias en la estructura del mercado. Las presiones externas e internas han llevado a la banca múltiple a incrementar sus servicios sin mejorar su administración de riesgos.

“el sistema bancario mexicano se caracteriza por su alta concentración, reducida productividad, bajo nivel de penetración financiera, escasa competencia internacional, etc.”²⁰⁷

4.1.2.1.1.2 Banca de Desarrollo

Son las entidades de la Administración Pública Federal que gozan de personalidad jurídica y patrimonio propios, constituidas con el carácter de Sociedades Nacionales de Crédito que se abocan a fomentar el crecimiento y desarrollo de sectores específicos para los cuales fueron creados.

4.1.2.1.1.3 Sociedades Financieras de Objeto Limitado

I. De acuerdo a la Ley de Instituciones de Crédito, son las personas morales que tienen por objeto captar recursos provenientes de la colocación de instrumentos inscritos en el registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) y otorgar crédito para determinada actividad o sector.

II.

4.1.2.1.2 Instituciones Financieras No Bancarias

4.1.2.1.2.1 Bolsa Mexicana de Valores

Fundada desde 1907 y teniendo como antecedente la Bolsa Privada de México, la Bolsa Mexicana de Valores se convierte en el espacio donde oferentes y demandantes de valores realizan transacciones. La BMV es una sociedad anónima de capital variable. Los socios de esta bolsa son el total de las bolsas existentes; se compone de un mercado de capitales donde se negocian valores de mediano y largo plazo y de un mercado de dinero, en el que se negocian valores de corto plazo.

“El mercado de valores mexicano constituye, al igual que cualquier otro, el mecanismo de emisión, colocación y distribución de valores, que lo convierte en una fuente importante de intermediación financiera nacional.”²⁰⁸

²⁰⁷ BMV; “El proceso de globalización financiera en México”; México, BMV, 1999; p.84

²⁰⁸ Idem

Dentro de la Bolsa Mexicana encontramos a su vez diversos mercados especializados, entre los que se cuentan el mercado de futuros, opciones, derivados, el Fondo México, mercado accionario, el Fondo Neutro, etc, mismos que en la última década han crecido en monto de manera constante con la globalización y liberación de las cuentas de capital.

4.1.2.1.2.2 Casas de Bolsa

Son sociedades anónimas, que prestan el servicio de banca de inversión, es decir, actúan como intermediario en operaciones de valores, reciben fondos para realizar operaciones de valores, brinda asesoría en la materia, administra y guarda valores depositando éstos en el Indeval, invierte en sociedades que le prestan sucursales o agencias de instituciones de crédito, entre otros.

Para operar, las casas de bolsa, de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores deben de ser registradas en la sección de intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

4.1.2.1.2.3 Instituto para el Depósito de Valores (Indeval)

Constituidos en 1978, debido al crecimiento del mercado de valores nacional, el Indeval tiene por objeto la custodia, compensación, liquidación y transferencia computarizada de valores. Debido a que los participantes en el mercado de valores, sobre todo el de dinero, realizan las transacciones primordialmente vía electrónica, y los instrumentos no son intercambiados físicamente, el Indeval recibe y resguarda los valores negociados para asegurar su traspaso efectivo.

4.1.2.1.2.4 Sociedades de Inversión

También llamados fondos de inversión, tienen su auge en la década de los 70' en los E.U. Las sociedades de inversión como intermediarios, han de estar registrados ante la CNBV en el registro Nacional de Valores e Intermediarios y consisten en la conjunción del capital de cierto número de inversionistas, capital mínimo totalmente pagado, el cual tiene como fin ser invertido en la compra de valores y documentos diversos, mismos que serán adquiridos

bajo el criterio de diversificación de riesgos, esto es, se adquieren con dicho capital una serie de valores y documentos distintos con objeto de reducir el riesgo de pérdidas.

Con la globalización financiera, las sociedades de inversión han incrementado su participación en los países emergentes como México, aportando en muchos casos mayor volatilidad al mercado.

4.1.2.1.2.5 Sociedades Calificadoras de Valores

En este terreno, la mayoría de las calificadoras reconocidas son extranjeras, resaltando la mexicana Calificadora de Valores S.A. de C.V.; estas sociedades tienen por objeto evaluar la calidad crediticia del emisor y oferente del valor o documento negociado y con ello reducen el riesgo económico de la calificación otorgada dependerá el rendimiento de dicho valor.

Cabe señalar la preponderancia de estas sociedades en las perspectivas inversionistas, debido a su alto nivel de credibilidad y confianza por los estudios econométricos utilizados para tasar el horizonte de riesgo, es decir, lo mismo apoyan la entrada de capitales que auspician su salida.

“Si no existe confianza ni conocimiento de la información sobre la calificación crediticia, los extranjeros pueden considerar muy riesgoso invertir.”²⁰⁹

4.1.2.1.2.6 Especialistas Bursátiles

Tienen como objeto captar los recursos del público inversionista y emisores de valores atraídos por el conocimiento certificado por la CNBV en el mercado de valores. Para ser especialista bursátil se requiere aprobar un examen aplicado por la Comisión y estar inscrito en la sección de intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Existen dos tipos de especialistas: Casas de Bolsa y Agente de Bolsa

En el particular de la Casa de Bolsa, ésta funciona como asesor y administrador financiero, lo cual realiza también el agente de bolsa, con la diferencia en que éste trabaja como especialista independiente o persona física y la Casa de Bolsa como persona moral.

²⁰⁹ Idem

En el caso del agente bursátil, éste tiene sólo permitido por ley: actuar como intermediario, recibir fondos para realizar operaciones con valores y fungir como asesor en tanto la Casa de Bolsa esta facultada para ser además receptor y oferente de crédito.

4.1.2.1.3 Organizaciones Auxiliares de Crédito

4.1.2.1.3.1 Uniones de Crédito

De acuerdo a la Ley de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, las uniones de crédito gozan de personalidad jurídica y se encuentran constituidas como sociedades anónimas de capital variable. Las uniones de crédito son en esencia un grupo de socios no menor a 20 que constituyen un capital social para autofinanciarse exclusivamente en la actividad productiva a la que se dedican.

Las uniones de crédito funcionan para sus socios como caja y tesorería, para recibir de sus socios préstamos a título oneroso, facilitar crédito y prestar garantía o aval exclusivamente a sus socios, entre otras actividades.

“La CNBV podrá otorgar la concesión cuando considere que la unión permite satisfacer mejor las necesidades financieras de los socios y propiciar el desarrollo de sus actividades.”²¹⁰

4.1.2.1.3.2 Sociedades de Factoraje

Una empresa de factoraje (factor) compra a un cliente (cedente) que a su vez es proveedor de bienes y servicios, su cartera (clientes, facturas, contrarrecibos, etc.) después de hacerle un estudio de crédito. El vendedor de la cartera debe notificar lo anterior a sus clientes para que el pago se le haga al factor.

Desde otro punto de vista, el factor aporta liquidez por un precio, al anticipar el pago de cuentas no pagadas.

²¹⁰ Ley de Org. y Actividades Auxiliares de Crédito D.O.F. 14-Ene-85 Ult. modif. 13-Ene-00; Art.39

4.1.2.1.3.3 Sociedades de Arrendamiento

De acuerdo a la Ley de Organizaciones y actividades Auxiliares de Crédito, una sociedad de arrendamiento son aquellas que gozan de una concesión, en la cual se obligan a adquirir determinados bienes y a conceder su uso o goce temporal, a plazo forzoso, a una persona física o moral, obligándose éste a pagar como contraprestación, que se liquidara en pagos parciales, según convenga, una cantidad determinada o determinable, que cubra el valor de adquisiciones de los bienes, las cargas financieras y los demás accesorios y adoptar al vencimiento del contrato alguna de las siguientes opciones:

- I. Comprar el bien a un precio inferior a su valor de adquisición
- II. Prorrogar el plazo del uso o goce del bien, pagando una renta menor
- III. Participar junto con la arrendadora de los beneficios que deje la venta del bien.

4.1.2.1.3.4 Almacenes Generales de Depósito

“Tienen por objeto el almacenamiento, guarda o conservación de bienes o mercancías y la expedición de certificados de depósito y bonos en prenda. También pueden realizar la transformación de las mercancías depositadas a fin de aumentar el valor de éstas, sin variar esencialmente su naturaleza.”²¹¹

4.1.2.1.3.5 Sociedades de Ahorro y Préstamo

También conocidas como cajas de ahorro, son reguladas por la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito. Se integrarán con un mínimo de 500 socios y podrán participar personas físicas y morales consideradas como micro y pequeña industria.

Las sociedades de ahorro y préstamos tienen por objeto la captación de recursos exclusivamente de sus socios, mediante actos causantes de pasivo directo o contingente, quedando la sociedad obligada a cubrir el principal, y en su caso, los accesorios financieros de los recursos captados.

²¹¹ Ibid. Art.11

La colocación de dichos recursos se hará únicamente en los propios socios o en inversiones en beneficio mayoritario de los mismos.²¹²

4.1.2.1.3.6 Casas de Cambio

Tienen por objeto exclusivamente la realización de compra, venta y cambio de divisas, billetes y piezas metálicas nacionales o extranjeras que tengan curso legal en el país de emisión; piezas de planta conocidas como onzas troy y piezas metálicas conmemorativas acuñadas en forma de moneda.

4.1.2.1.3.7 Grupos Financieros

Inserta en la nueva dinámica financiera nacional, la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras fue creada con el objeto de establecer las bases para la organización y funcionamiento de los grupos financieros, los términos bajo los cuales habrán de operar, así como la protección de los intereses de quienes celebran operaciones con los integrantes de dichos grupos.

En esta ley se contempla dos tipos de agrupaciones:

- a) Encabezada por una sociedad controladora (banco, casa de bolsa, aseguradoras, arrendadoras, empresas de factoraje, afianzadoras, operadoras de sociedades de inversión, casas de cambio y almacenes de depósito).
- b) Regida por un banco (arrendadoras, operadoras de sociedades de inversión, casas de cambio, almacenes de depósito).

4.1.2.2 La Comisión Nacional de Seguros y Fianzas

4.1.2.2.1 Afianzadoras

Fianza, afianzamiento, caución, garantía son sinónimos que expresan en términos llanos la obligación que uno contrae de hacer aquello a que otro se ha obligado si este no cumple. En el caso particular de las empresas afianzadoras, consiste en la obligación monetaria que la afianzadora contrae (paga) para garantizar una obligación ajena.

- a) Según la Ley Federal de Instituciones de Fianzas (D.O.F. 29-Dic-1950, Ult. Modif. 5-Ene-2000), las afianzadoras se constituyen como sociedades anónimas de capital

²¹² Ibid. Art. 38-B

fijo o variable y tienen por objeto otorgar fianzas a título oneroso, y pueden ser de tipo judicial, administrativo, de crédito, etc.

4.1.2.2.2 Aseguradoras

Una operación activa de seguro se da cuando, en caso de que se presente un acontecimiento futuro e incierto, previsto por las partes, una persona, contra el pago de una cantidad de dinero, se obliga a resarcir a otra un daño, de manera directa o indirecta o a pagar una suma de dinero.²¹³

Las instituciones de seguros se constituyen por ley en sociedades anónimas de capital fijo o variable, requieren de constituir reservas técnicas de riesgos en curso, para obligaciones pendientes de cumplir y de provisión; tienen autorizado realizar las siguientes operaciones de seguro: de vida, de accidentes y enfermedades y de daños.

4.1.2.2.3 Sociedades mutualistas

Se consideran sociedades mutualistas a la unión de personas que tienen por objeto reunir un capital social y la inversión de éste de manera que las operaciones de seguro que practiquen no produzcan lucro o utilidad para la sociedad ni para sus socios, debiendo cobrar solamente lo indispensable para cubrir los gastos generales que ocasione su gestión y para constituir las reservas necesarias a fin de poder cumplir sus compromisos para con los asegurados. El número de miembros mutualizados no podrá ser menor a 300.

1.1.2.3 Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro

4.1.2.3.1 AFORES

La ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (D.O.F. 23-May-1996), señala a las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) como entidades financieras dedicadas exclusiva, habitual y profesionalmente a administrar las cuentas individuales de fondos para el retiro, y canalizar los recursos de las subcuentas que las integran en términos de las leyes de seguridad social, así como administrar sociedades de inversión. Asimismo podrán:

²¹³ Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros D.O.F. 31-Ago-35 Ult. modif. 5-Ene-2000, Art. 2 Bis-5

- Recibir de los institutos de seguridad social las cuotas y aportaciones correspondientes a las cuentas individuales de conformidad con las leyes de seguridad social, así como recibir de los trabajadores o patrones las aportaciones voluntarias.

4.1.2.3.2 SIEFORES

Operadas por las Administradoras de Fondo para el Retiro, las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro tienen por objeto exclusivo invertir los recursos provenientes de las cuentas individuales que reciban en los términos de ley.

El capital social sólo podrá ser aportado por las cuentas de ahorro de los trabajadores

Las sociedades de inversión deberán operar con valores y documentos a cargo del gobierno federal y aquellos que se encuentren en el registro Nacional de Valores e Intermediarios

4.1.2.3.3 Sociedades Operadoras del Fondo de Datos SAR

El gobierno federal mantiene bajo su propiedad la base de datos nacional SAR, que integra la información individual de cada trabajador y el registro de la administradora o institución de crédito en que cada uno de estos se encuentra afiliado. Para su operación se concesiona a sociedades. Las sociedades operadoras tienen como objeto principal servir de concentradoras y distribuidoras de información relativa a los sistemas de ahorro para el retiro entre los participantes de dicho sistema, los institutos de seguridad social y la CONSAR.

4.1.3 La Administración Pública y la tendencia Financiera Internacional

Ha quedado claro que en el presente tiempo de globalización económica, los grandes capitales internacionales dominan el ambiente económico de todo el mundo, aprovechando su papel de necesarios en la promoción y desarrollo económicos.

El reconocer a la señalada globalización como una especie de capitalismo salvaje aduce por tanto razones de mercado óptimas para los capitales.

El mercado pues, se vuelve el escenario donde los protagonistas económicos de la globalización expresan sus más complejos y añorados deseos de lucro económico. Nada es más importante que la ganancia financiera, objetivo que es defendido pese a vulnerar las economías menos desarrolladas.

Es precisamente de destacar este punto que diferencia a las economías desarrolladas de las subdesarrolladas, mismo que ha sido manifiesto a lo largo de la tesis, toda vez que las crisis financieras internacionales no afectan de la misma forma al conjunto de naciones, siendo la perfección económica el elemento que distingue. Si hablamos de diferencias económicas, también hablamos de diferencias estructurales del conjunto de Estado: historia, ideología, costumbres, religión, política y gobierno son sólo algunos de los elementos que inciden en el desarrollo económico de un país y su esperable reflejo en el nivel de vida de la población.

Particularmente, a nosotros nos ocupa e interesa el asunto de gobierno, siendo en éste donde se inserta la labor de la administración pública. El objetivo último de satisfacción de necesidades de la población propio de una administración pública es la afirmación que fundamenta a la presente globalización como un elemento que vulnera la capacidad de aquella.

El planteamiento que señala a la globalización como el instrumento idóneo del capitalismo para alcanzar su plenitud, nos remite a analizar necesariamente el papel que el Estado y por consecuencia también la administración pública juegan y deben jugar en el desarrollo económico, social y cultural de un país.

La función que a la administración pública dentro de la llamada reforma del Estado, le ha sido asignada se ha adecuado a las necesidades ideológicas del poder internacional; recordemos que las cuestiones técnicas (mercado) también lo son ideológicas. Por ello, a la administración pública contemporánea le ha tocado ocupar un rol cambiante en el siglo XX, toda vez que en ese siglo se convivió con diferentes ideologías políticas que convocaron estadios de mayor o menor participación del Estado en la economía. A raíz de este diferendo de ideas también se establecían las metas y objetivos que el gobierno habría de jugar en la organización del Estado.

Estado de Bienestar y Liberalismo social o Neoliberalismo fueron los dos principales regímenes que se establecieron en el siglo XX con efectos discutibles; lo cierto es que la administración pública no ha estado exenta de vaivenes tanto en su tamaño como funciones, por lo cual le ha tocado a ésta absorber las condiciones cambiantes en la estructura del Estado.

En la actualidad al encontramos inmersos en el proceso de globalización, íntimamente identificado con el modelo neoliberal, la administración pública ha visto, como ya lo hemos constatado, mermadas sus capacidades de promotor del desarrollo, al exigirse su repliegue a funciones de mera regulación y protección del capital, y por el otro exigirle resultados económicos. Es al gobierno y por ende a la administración pública a quien se le cuestiona en determinado momento el éxito o fracaso en el provenir económico.

¿Pero, cómo lograr la máxima eficacia en la administración pública cuando se le repliega y remite a labores cada vez más fuera de su alcance como el control de entradas y salidas de capital en cartera?

La nueva dinámica financiera internacional pregonada en la teoría neoliberal al mercado como promotor del desarrollo; en él se engloba la actividad nodal de la distribución de la riqueza, por lo cual, el papel del Estado se replantea y dimensiona en un rubro mucho más angosto, pero a la vez más comprometido, diseñado para regular o controlar las variables económicas, y no intervenir directamente en la dinámica del mercado.

La administración pública reestructura su papel en un entorno nuevo y más fluctuante, en mercados financieros cada vez más interconectados por la globalización. Antaño, la autoridad gubernamental debía considerar como fundamentales las variables económicas internas y poca importancia atribuía al exterior (economías cerradas); hoy, la administración pública se encuentra en el dilema de que con menor intervención económica ha de proveer desarrollo en escenarios económicos competidos (economías abiertas).

Al efecto, y al interior de la administración pública se sucede el adelgazamiento del aparato gubernamental, privatizaciones, astringencia presupuestal que impacta primordialmente rubros sociales tras la desaparición de subsidios y, en contraparte, se ve presionado a otorgar garantías de inversión, a concesionar la prestación de bienes y servicios y a incentivar fiscalmente la inversión de capitales (muchos de ellos improductivos). El balance pues del nuevo papel que le toca jugar a la administración pública es el de regular, supervisar la acción de lo privado, sin perder de foco la premisa de garante de inversiones.

Esta conclusión nos lleva a replantear el rol que debería ocupar la administración pública en un escenario poco propicio para la estabilidad económica, donde se acotan las posibilidades de ésta para implantar directamente políticas de desarrollo que implicaran una mayor

intervención del Estado en las variables económicas y en donde además no se coarten las posibilidades de lo privado, es decir, encontrar un punto medio.

Como ya lo habíamos mencionado, la administración pública encuentra su razón de ser en la satisfacción de necesidades de la población, actividad también inherente al Estado. Si esta premisa no es llevada a cabo, estaremos hablando de ineficacia en las metas y objetivos planteados por el Estado.

En consecuencia, la administración pública requiere, de manera indispensable, de contar con todos aquellos recursos necesarios para alcanzar la consecución de objetivos, incluidos la estabilidad económica del país. Empero, dicho enunciado se complica cuando encontramos un gobierno acotado por las razones del mercado financiero nacional e internacional. Particularmente, esto último toma realce cuando se presentan crisis financieras internacionales y en donde la autoridad gubernamental no cuenta con los elementos de control necesarios para otorgarle certidumbre al mercado, caso específico de la fuga de capitales, que afectan sin lugar a dudas la estabilidad económica y ponen en riesgo el desarrollo sostenido del país.

La administración pública mexicana encaja perfectamente en lo hasta aquí descrito, los organismos públicos encargados de dar seguimiento a la cuestión de inversiones en cartera, se ha venido adecuando desde su creación, y al paso de los años a los lineamientos que al efecto han “recomendado” los organismos financieros internacionales, disponiendo como meta última la regulación del sistema financiero y una menor intervención del Estado en este terreno, cuestión que nuevamente trae a colación la falta de capacidad de la autoridad para enfrentar los choques externos propios de economías globalizadas y sobre todo, una efectiva regulación que a resumidas es el medio que se tiene disponible para mantener en orden a la economía nacional. A continuación ahondaremos en las características adoptadas por el SFM y más adelante en la manera en que la administración pública mexicana dispone de organismos públicos para regular el renglón de inversiones y cómo interactúan.

4.1.4 Características

El sistema financiero nacional ha sufrido importantes cambios a lo largo de las últimas décadas, afectado por un proceso acelerado de desregulación con tintes de globalización.

Sin embargo, conserva características propias vinculadas a sus relaciones, estructura y función internas. Según Francisco Borja Martínez, se pueden establecer como características principales: naturaleza que la ley atribuya a la prestación de los distintos servicios financieros; régimen aplicable a la prestación de esos servicios por el Estado y por los particulares; condiciones de la regulación a que tales servicios estén sujetos, y asignación de los diferentes servicios a los diversos tipos de intermediarios, conforme a criterios de especialización o de generalidad.

a) Naturaleza que la ley atribuye a la prestación de los servicios financieros

En la medida en que el sistema financiero nacional, la economía en sí y su relación con el exterior han evolucionado, la estructura financiera y las instituciones que la conforman, así como la norma jurídica que la rige se han modificado acorde a las necesidades de la sociedad y el sistema prevaleciente.

En primera instancia, se desarrolló un mercado de dinero, el cual solucionaba las necesidades más inmediatas de financiamiento e inversión, luego, en razón del crecimiento económico, se desarrolló un mercado de capitales. En este proceso, la banca fue la iniciadora del sistema de intermediación, aportando en un principio el servicio de ahorro (depósitos); luego el nivel de desarrollo y de necesidades de inversión y crédito lo requirieron, se fueron especializando cada vez más las estructuras financieras, considerándose la actividad prestada por esta diversidad de instituciones como de interés público, por la importancia que tienen en la satisfacción de necesidades de la población.

“Surge así el criterio conforme al cual se considera la actividad bancaria como un servicio de interés público o general sujeto, consecuentemente, a una regulación particular, más rigurosa y específica que la correspondiente a otras actividades mercantiles.”²¹⁴

Al reconocerse la actividad financiera como de interés público y general, el Estado y en consecuencia la administración pública se ve involucrada en el afán de asegurar el correcto cumplimiento de las actividades que prestan a la población, de ahí que sea la autoridad

²¹⁴ Borja Martínez, Francisco; “El nuevo sistema financiero mexicano”; México, FCE, 1992; p.23

competente (SHCP, BdeM, CNBV, CNSF, CONSAR y CONDUSEF) la responsable de otorgar la respectiva concesión por ser una actividad de interés público.

b) Régimen aplicable a la prestación de esos servicios por el Estado y por los particulares
Consecuencia de la naturaleza que se le otorgue a los servicios financieros prestados por los diferentes intermediarios, deviene el régimen o participación que tendrán los particulares y el propio Estado.

Históricamente se ha cuestionado sobre la prestación de servicios públicos como reservados exclusivamente al Estado o susceptibles de ser prestados por particulares. La decisión al respecto estriba en condiciones más ideológicas que meramente técnicas.

En México, se ha adoptado una participación mixta en el ámbito financiero, reservándose el Estado la propiedad y regulación de algunas instituciones y concesionando a los particulares el resto del abanico financiero. En buena medida, el Estado mexicano se ha orientado a la supervisión financiera, conservando bajo su directriz únicamente la banca de desarrollo, en tanto el resto de las actividades financieras quedan bajo la esfera de los particulares.

c) Condiciones de la regulación a que tales servicio están sujetos

Establecido el tipo de régimen normativo aplicable al SFM es de señalar las características que éste ha tomado en el caso mexicano.

Como habíamos mencionado, la estructura financiera nacional comenzó con una regulación incipiente, poco adecuada para el desarrollo del sector, regulación que en poco se diferencia de la mercantil.

Con el paso de los años al aceptarse un régimen financiero con participación pública y privada, se cuestionó la prudencia de la intervención estatal en la intermediación financiera, situación no privativa de nuestro país, si no que se erigió como una bandera a nivel internacional.

La regulación financiera imperante en nuestro país en la década de los 70' se catalogaba como limitativa, de considerable magnitud (excesiva) y compleja, en el sentido de otorgar pocas oportunidades a la banca y demás intermediarios a invertir y reducir costos, de ahí que en la década de los 90' se tendiera a desregular o liberalizar al sector, situación con la

que hasta nuestros días se convive y que ha motivado profunda inestabilidad al desproteger a las economías menos fuertes de mecanismos que les permitan mantener el orden económico.

“Una conveniente liberalización de las operaciones bancarias implica armonizar medidas que procuren el cumplimiento de varios objetivos: adecuada solvencia y liquidez de las instituciones; eficacia en la aplicación de políticas regulatorias de la moneda, el crédito y los cambios; protección de los intereses del público, y acceso a crecientes niveles de eficiencia en los servicios que realiza la banca.”²¹⁵

La liberalización efectivamente se convierte en una característica primordial en la dinámica del SFM actual, de la que, sin duda, se ha obtenido una mayor eficiencia en el manejo de los recursos al reducirse el margen de intermediación (costo de transacción), incrementarse la competitividad entre intermediarios al ofrecer mejores tasas de rendimiento y de crédito, empero, también origina dificultades para el control financiero; todo ello ha obligado al Estado a replantear la normatividad respectiva, optando por ampliar la gama de instrumentos en los cuales invierten por parte de los intermediarios y obtener entonces mejores resultados, por lo cual podemos hablar que con el proceso de desregulación financiera se ha obtenido mayor flexibilidad en el mercado, pero también mayor vulnerabilidad financiera.

d) Especialización o generalidad de funciones

Resulta importante resaltar la tendencia seguida por la estructura financiera nacional, la cual es reflejo en buena medida de lo acontecido en el exterior.

El camino de los servicios financieros especializados o universales se muestra como la bifurcación en el intento por alcanzar el máximo de calidad en los servicios prestados.

Por un lado, los servicios financieros universales destacan la optimización de los recursos humanos, materiales y financieros, al suceder que en una sola ventanilla se puedan realizar todo tipo de trámites y requerimientos financieros, además del aporte de liquidez que

²¹⁵ Idem. p.27

significa trabajar simultáneamente en el mercado de dinero y de capitales. De esta idea es de la cual surge el concepto de banca universal.

En otro sentido, los simpatizantes con la intermediación especializada arguyen que dado el actual desarrollo y complejidad en los servicios financieros, se requieren cada vez más de instituciones que se particularicen, especialicen en determinados servicios afirmando incluso que los servicios financieros universales dejan de lado áreas financieras menos recurridas por aquellas que son más demandadas, produciendo rezagos estructurales en el sistema financiero nacional.

Lo cierto es que, en la actualidad el SFM tiene por característica reunir en el marco jurídico a las dos formas de servicios financieros, con normas jurídicas específicas para cada uno de ellos.

Habiendo identificado las características del SFM es importante establecer cómo se lleva a cabo la labor de la administración pública mexicana en este sector.

4.1.5 Relaciones Intergubernamentales

Por mandato constitucional corresponde al Poder Ejecutivo planear, dirigir, coordinar, controlar y sancionar el funcionamiento de la actividad económica nacional, dentro de la cual se involucra de manera trascendente el sistema financiero mexicano.

La administración pública entendida como el conjunto de instituciones gubernamentales creadas para resolver las demandas ciudadanas, se orienta en el contexto económico a dirigir y controlar el correcto funcionamiento del sistema financiero y económico nacional. De tal suerte, el Ejecutivo Federal ha de disponer de instituciones específicas encargadas de regular la actividad de los diferentes actores financieros de entre las que destaca la SHCP, Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores(CNBV), la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas(CNSF), la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro(CONSAR) y la Comisión Nacional para la Protección de Usuarios de Servicios Financieros(CONDUSEF), mismas que para el cabal cumplimiento de dicha tarea, han de mantener una estrecha coordinación vinculada al objetivo de estabilidad y crecimiento económico, señalado en el Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público tiene bajo su despacho la dirección de la política crediticia, así como todo lo referente a la planeación, coordinación y control del sistema financiero nacional. De esta dependencia del Ejecutivo Federal, aparecen como organismos públicos desconcentrados (que dependen directamente de la Secretaría y no gozan de personalidad jurídica) la CNBV, la CNSF y la CONSAR.

La SHCP se constituye como la organización cúspide dentro de la estructura financiera nacional, al dirigir al resto de las instituciones reguladoras del sistema financiero, a excepción del Banco de México (de acuerdo a la reforma del 23 de diciembre de 1993 al Art. 28 const. en el cual se otorga autonomía). Esta situación motiva la centralización y consecuente ventaja en la toma de decisiones en materia financiera, toda vez que al estar subordinadas las comisiones a la SHCP, éstas asumen la posición de la dependencia, la cual tiene como facultad:

“Designar al presidente de la CNBV, al de la CNSF y al de la CONSAR, así como conocer las resoluciones y recomendaciones de sus juntas de gobierno, en los términos de las leyes correspondientes.”²¹⁶

Si cada una de las comisiones en sus respectivos ámbitos de competencia tienen facultades para controlar, vigilar y sancionar la actividad de los diferentes actores financieros, la secretaria permea en la estructura reguladora de estas, por lo que se establece una relación jerárquica, que por cierto, facilita la orientación pretendida por el Ejecutivo Federal en la adecuación y fortalecimiento del sistema financiero.

Asimismo, la causa que motiva la creación de la CNBV, la CNSF y CONSAR radica en la necesidad para el gobierno federal por contar con instituciones especializadas que den seguimiento riguroso a las actividades de los diferentes actores financieros, dada la trascendencia que ésta representa para la estabilidad y crecimiento del país

Con la interconexión presente en el abanico de servicios financieros prestados a la sociedad, la labor realizada por cada una de estas comisiones no puede darse aislada, por el contrario requiere de un constante intercambio de información y cooperación institucional, sobre todo por la creciente participación de los intermediarios financieros en diferentes

²¹⁶ Fracc. XXVII del Art. 1º del Reglamento Interno de la SHCP D.O.F. 16-Oct-00

instrumentos de ahorro y crédito. Tal es el caso de la participación de compañías aseguradoras en el capital social de casas de bolsa y demás organizaciones auxiliares de crédito, así como una mayor participación en el mercado de valores, por lo cual la relación entre la CNBV y la CNSF se hace evidente.

Institución coadyuvante en el sano desarrollo del sistema financiero mexicano, el Banco de México posee facultades en materia de política monetaria y cambiaria, así como en las operaciones activas y pasivas de instituciones financieras.

La importancia del Banxico dentro de la estructura gubernamental encuentra sentido en la estabilidad monetaria y cambiaria, por la cual una sana relación entre éste y la SHCP es fundamental para lograr políticas económicas congruentes y alcanzables. Cabe señalar que a raíz del otorgamiento de autonomía al Banxico, éste ha logrado mejores resultados en materia de control inflacionario, si bien no absoluto, ya que recordemos que en estos indicadores inciden un sinnúmero de elementos. En el caso de los movimientos de capital corresponde al Banxico esterilizar sus efectos, objetivo logrado con mejores resultados.

En materia financiera, el Banxico regula el crédito y reservas de instituciones bancarias, presta asesoría financiera al gobierno federal y actúa como agente financiero en operaciones de crédito interno y externo; ello exige del Banxico una constante comunicación con el resto de las instituciones involucradas en el sistema financiero nacional, al proporcionar información valiosa para las operaciones y toma de decisiones, así como cooperar coordinadamente con las instituciones reguladoras del sistema para alcanzar la eficacia en la labor financiera y económica.

*"Las comisiones supervisoras del sistema financiero, a solicitud del Banxico, realizarán visitas a los intermediarios, que tendrán por objeto revisar, verificar y evaluar la información que de conformidad con el párrafo anterior hayan presentado. En dichas visitas podrá participar personal del Banxico."*²¹⁷

De igual modo, la participación de la CONDUSEF como organismo de arbitraje que resguarde la adecuada prestación de los servicios financieros es fundamental en el camino

²¹⁷ Art.36 Ley Banxico D.O.F. 23-Dic-93

hacia un sistema financiero equitativo y eficaz. Por ello, la relación de ésta comisión con el resto de las instituciones reguladoras es esencial para lograr el mejoramiento de los servicios financieros. De hecho, la CONDUSEF tiene facultades para recomendar a los actores financieros nuevos mecanismos para favorecer el cometido asignado y evitar en lo posible distorsiones financieras entre usuarios y las instituciones prestadoras de servicios.

Del eficiente seguimiento que se le dé a las recomendaciones de éste órgano, se beneficiará o afectará el sano desarrollo del sistema financiero mexicano. La CONDUSEF pues, juega un papel también de corrección financiera.

En suma, las relaciones intergubernamentales dentro del sistema financiero nacional se presentan en todos sentidos. Vigilar, regular y corregir errores son así prioridad para el Ejecutivo Federal en aras de fortalecer el sistema financiero.

4.1.6 Actores y Regulación Financiera de la Administración Pública Mexicana

Hoy día, los actores financieros gobierno-inversionistas-intermediarios realizan actividades más seguras, eficientes y simplificadas, en gran medida por las reformas financieras realizadas por el gobierno federal que busca abrir el abanico financiero y maximizar la captación del ahorro y la canalización del crédito.

Como recordaremos, en la legislación referente a inversiones extranjeras, se establece la inversión extranjera directa y la inversión en portafolios, gozando cada una de ellas de diferente trato fiscal y administrativo.

La Inversión Extranjera Directa (IED) a lo largo de los últimos años se ha mantenido constante por las características propias de la inversión y que con anterioridad hemos señalado, así como por una serie de medidas que incentivan su ingreso al país como pueden ser condiciones de producción viables y simplificación administrativa. Al respecto, el inversionista interesado recurre a la Secretaría de Relaciones Exteriores a solicitar la licencia y autorización para acceder a bienes nacionales, a la Secretaría de Economía, la cual regula y orienta la inversión extranjera y a la SHCP para la autorización y supervisión de la inversión; así también necesita inscribirse en el Registro Nacional de Inversiones Extranjeras. Dicho registro estructura a la inversión extranjera en: de personas físicas y morales extranjeras; de las sociedades y de los fideicomisos.

El inversionista en IED debe de completar los formatos correspondientes donde indique datos básicos de la inversión, la persona física o moral que invierte, el monto aportado, el giro, etc.²¹⁸ Asimismo, el inversionista extranjero debe renovar anualmente su registro, con las modificaciones que en sus labores, capital y giro se hayan sucedido.

La IED por tanto, es relativamente sencilla de ubicar y vigilar en su funcionamiento toda vez que la dependencia encargada de vigilar los movimientos de la inversión, tiene todos los datos financieros, físicos, de producción y fiscales que le permiten a la administración pública mantenerse al tanto de su evolución. Con el concurso de las diferentes secretarías que participan en la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras es posible combinar información y obtener el perfil del inversionista en IED que se requiere.

Con la Inversión en Cartera, la situación es en gran medida divergente. Características diferentes implican controles diferentes.

Es la Ley del Mercado de Valores la especializada en regular el comercio de valores en México y la CNBV la encargada de establecer, mediante disposiciones de carácter general las características a las que habrán de ceñirse aquellos que participan en el mercado de valores.

La CNBV esta conformada por:

- I. Junta de Gobierno;
- II. Presidencia;
- III. Vicepresidencias;
- IV. Contraloría Interna;
- V. Direcciones Generales, y
- VI. Demás unidades administrativas necesarias.

Particularmente la Junta de Gobierno de la CNBV esta facultado entre otras para:

- I. Autorizar o aprobar los nombramientos de consejeros, directivos, comisarios y apoderados de las sociedades controladoras de grupos financieros, instituciones de banca múltiple y casas de bolsa, en los términos de las leyes respectivas;
- II. Determinar o recomendar que se proceda a la amonestación, suspensión, veto o remoción y, en su caso, inhabilitación de los consejeros, directivos, comisarios,

²¹⁸ Reglamento de la Ley de Inversiones Extranjeras D.O.F. 08-Sept-98

delegados fiduciarios, apoderados, funcionarios y demás personas que puedan obligar a las entidades, de conformidad con lo establecido en las leyes que las rigen;

III. Acordar la intervención administrativa o gerencial de las entidades con objeto de suspender, normalizar o resolver las operaciones que pongan en peligro su solvencia, estabilidad o liquidez, o aquéllas violatorias de las leyes que las rigen o de las disposiciones de carácter general que de ellas deriven, en los términos que establecen las propias leyes;

IV. Imponer sanciones administrativas por infracciones a las leyes que regulan las actividades, entidades y personas sujetas a la supervisión de la Comisión, así como a las disposiciones que emanen de ellas. Dicha facultad podrá delegarse en el Presidente, así como en otros servidores públicos de la Comisión, considerando la naturaleza de la infracción o el monto de las multas.

La Comisión Nacional Bancaria nace desde 1924 con el objetivo de regular el sistema bancario que en ese momento era exiguo y desarticulado. En 1946 aparece la Comisión de Valores en la medida en que el comercio de títulos de crédito crecía en el país. Es hasta el 28 de abril de 1995 cuando se fusionan tanto la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores, constituyéndose en órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En adición, la administración pública mexicana a través de la CNBV utiliza el Registro Nacional de Valores e Intermediarios como el instrumento de control primigenio en el mercado de valores. Tal registro se integra por tres partes: la de valores, la de intermediarios y una sección especial.

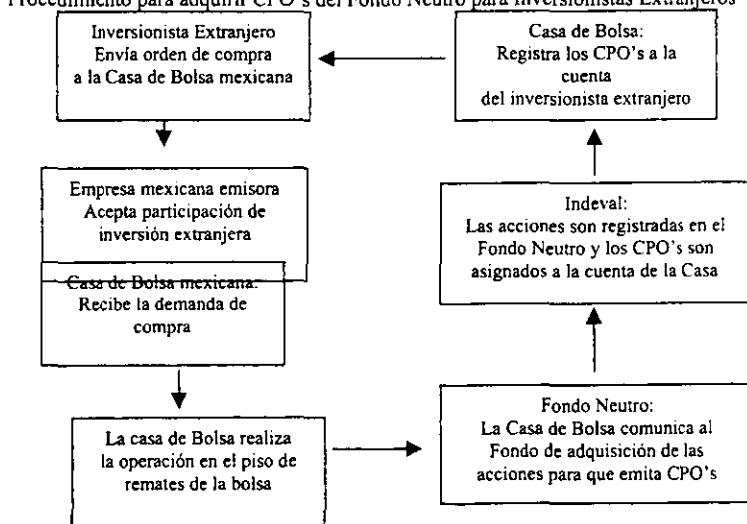
La emisión de valores requiere que estos sean catalogados en el Registro. Dichos títulos de crédito deben de asegurar cierto orden en el mercado; asegurar la suficiente demanda de los mismos, es decir, que sean atractivos; proveer la solvencia y liquidez del emisor; informar a las instancias y público participantes de la formulación y presentación de los valores; y que la operación de los mismos no produzca conflictos de interés. Cabe agregar que la aceptación en el Registro de cualesquiera valor, no implica la certificación sobre la bondad del mismo o la solvencia del emisor. En este sentido, la CNBV intenta homogeneizar la emisión de valores dentro de parámetros que inviten al mercado a mantenerse en orden y con la operación de valores de características similares. Es pues, el RNVI una herramienta

importante para controlar el ingreso de capitales al mercado de valores, no así para su salida. El inversionista foráneo puede invertir a través de un intermediario financiero autorizado y registrado en la sección de intermediarios del Registro en montos no cuantificados por la autoridad (salvo excepciones como en los fondos de inversión con un máximo de participación del 10% del total), esto es, el mercado de valores está abierto a cualquier monto de inversión (dependiendo del tipo de emisión de valores), situación que no sucede con la inversión en el capital social de sociedades residentes en México, donde, el inversionista extranjero regulado por la Ley de Inversiones Extranjeras encuentra restringida su participación en sociedades del sistema financiero mexicano hasta en un 49% de su capital total, salvo en instituciones calificadoras de valores y agentes de seguros, en donde, tras la debida autorización de la CNBV, se puede exceder dicho porcentaje.

La CNBV busca de este modo controlar los accesos de los inversionistas individuales al mercado de valores y que los inversionistas foráneos no asuman la dirección de los organismos financieros sin antes pasar por la aprobación de la Secretaría de Hacienda, por lo regular una cuestión de simple trámite, ya que con la desregulación se han ido eliminando paulatinamente los candados a la inversión extranjera en el SFM.

Además, la inversión realizada en el mercado de valores pasa por la autorización de la empresa emisora de acciones, quien decide si acepta o no la inversión foránea o nacional.

Procedimiento para adquirir CPO's del Fondo Neutro para Inversionistas Extranjeros



Fuente: Caro, Efraín; "El mercado de valores en México"; México, Ariel Divulgación, 1995; p. 304

En suma, el mercado de valores mexicano, donde circulan diferentes instrumentos de inversión a corto y largo plazo, está totalmente abierto al criterio capitalista de los inversionistas nacionales y extranjeros, de donde deriva el fugaz crecimiento de la bolsa en los últimos años

“Libres de restricciones, grandes sumas de capital se movilizaron a los mercados de dinero y capital de México, aprovechando los altos rendimientos que ofrecían, pero fueron inversiones desvinculadas de la economía real.”²¹⁹

La condición de favorecido del inversionista extranjero facilita que grandes montos de capital se coloquen en valores de corto plazo, volátiles y altamente rentables.

El interesado en participar en el mercado bursátil requiere celebrar un contrato de intermediación bursátil, mediante institución intermediaria con la bolsa, el cual deberá ser por escrito. Dicho contrato establece la relación cliente-casa de bolsa, en donde el primero le confiere al segundo la capacidad de gestión y administración a nombre de aquel sobre los recursos puestos en fideicomiso para invertir, así como las tasas de interés ordinarias y moratorias y demás condiciones a que se sujetan las partes.

Asimismo, en el apartado de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios se integran todas las personas físicas y morales que fungen como intermediarios en el mercado de valores. Aquella institución que realice actividades de intermediación sin estar incluida en el Registro se consideran sus actividades como nulas y sujetas de sanción. Al intermediario le corresponde:

*“el manejo de carteras de valores, que comprende el ofrecimiento o prestación habitual de la asesoría, supervisión y, en su caso, toma de decisiones de inversión a nombre de terceros, respecto de los valores, títulos y documentos.”*²²⁰

²¹⁹ Cabello, Alejandra; “Globalización y liberalización financieras y la BMV”; México, Edit. Plaza y Valdes, 1999; 379 pp, p.276

²²⁰ Art. 12Bis Ley del Mercado de Valores; D.O.F. 17-May-99

Los intermediarios del mercado de valores para adquirir el registro en el respectivo apartado del RNVI, necesitan entregar la documentación que compruebe su capacidad de trabajo, entre las que se cuentan constituirse como sociedad anónima, tener integramente pagado el capital mínimo determinado por la autoridad, presentar un programa general de funcionamiento y adquirir una acción de bolsa de valores (en casas de bolsa) y otra de institución para el depósito de valores y de esta forma dar seguridad a los inversionistas.

Es de señalar la facultad discrecional de la SHCP a través de la CNBV para suspender el registro a cualquier intermediario que a juicio de la Secretaria o Comisión no cumpla con los requisitos solicitados o infrinja la norma a que debe sujetarse la actuación de intermediarios de valores. Incluso, la CNBV está facultada para intervenir administrativa y gerencialmente a casas de bolsa o bolsas de valores con objeto de suspender, normalizar o resolver operaciones violatorias de la ley y ordenar la suspensión de operaciones e intervenir administrativamente a las personas o empresas que sin autorización realicen intermediación u oferten públicamente valores que no estén inscritos en el RNVI.

Las instituciones financieras del exterior (sociedad mexicana con capital de instituciones financieras del exterior) pueden participar como intermediarios institucionales, no sin antes estar inscritos en el RNVI y habiendo realizado en su país de origen la misma actividad financiera que busque realizar en nuestro país. Las filiales de instituciones financieras del exterior adquirirán acciones "F" (acciones que sólo pueden ser adquiridas por una sociedad controladora filial o directa o indirectamente por una institución financiera del exterior), previa autorización de la SHCP, a propuesta de la CNBV. Al respecto, la SHCP actúa con absoluta discrecionalidad para otorgar el registro y la expansión en el capital social invertido de la institución extranjera en otro organismo de intermediación (Art.28Bis9 LMV), esto es, casas de bolsa, especialistas bursátiles, sociedades financieras de objeto limitado, casas de cambio, instituciones de seguros, organizaciones auxiliares de crédito filiales.

Por otra parte, en el apartado de Especiales del RNVI, se integran la oferta de suscripción o venta en el extranjero de valores emitidos en México o por personas morales mexicanas (salvo cuando estos sean emitidos por instituciones de crédito representativos de un pasivo a su cargo, cuando su colocación no implique oferta pública en el extranjero). En la sección de especiales entrarán los valores y documentos que se inscriban en el Sistema

Internacional de Cotizaciones (SIC). De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, en el Sistema Internacional de Cotizaciones podrán listarse valores extranjeros que:

I. No estén inscritos en la sección de valores del RNVI.

II. Que los emisores o el mercado de origen de los títulos reciban, de acuerdo a sus características, los reconocimientos que señale la CNBV, mediante disposiciones de carácter general.

III. *Que satisfagan los requisitos que determine el reglamento interior de la bolsa respectiva.*²²¹

Corresponde a la CNBV la autorización para ser inscrito en la sección especial del RNVI y en consecuencia para cotizar en el SIC con el respectivo reconocimiento de mercado y emisora y tras haber amortizado el arancel que cubre los honorarios de la bolsa.

Posterior al reconocimiento de la CNBV, el miembro interesado en participar en el SIC cuenta con un plazo de 20 días hábiles contados a partir de la fecha en que reciba la notificación favorable para solicitar el alta de los valores en el Sistema Electrónico de Negociación. La inscripción en el apartado de valores especiales para cotizar en el SIC surtirá efecto una vez que el miembro interesado haya obtenido de la bolsa la aprobación para dar de alta los valores. Este apartado es fundamental para conocer los valores que pueden concursar en el mercado internacional, siendo sumamente volátiles, por lo cual el SIC es supervisado por la CNBV.

De esta manera, es como funciona el RNVI, principal fuente de datos gubernamental para vigilar y controlar la dinámica del mercado de valores y las sanas prácticas entre los agentes involucrados en él, así como la ingerencia de capital foráneo en el sistema financiero mexicano. El RNVI por tanto es la principal herramienta del gobierno mexicano para controlar la entrada de capitales en cartera, más no para su salida en el mercado de dinero y de capitales.

4.1.7 El Mercado de Dinero Mexicano

Toda persona y empresa sea grande, mediana o pequeña requiere de capital para financiar

²²¹ Art. 108 Idem

sus actividades. Esta necesidad de financiamiento puede tener diferentes horizontes temporales, dependiendo de las condiciones y requerimientos del financiamiento. Existen así, empresas y entidades públicas que requieren financiamiento con liquidez a corto, mediano y largo plazo, constituyéndose el mercado de dinero el espacio donde oferentes y demandantes de diferentes instrumentos realizan transacciones de dinero a través de intermediarios, con vencimientos de máximo un año (corto plazo).

El mercado de dinero refiere así un espacio dentro del sistema financiero mexicano para aquellos interesados en invertir su capital en instrumentos de inversión de corto plazo, algunos de ellos altamente líquidos y con tasas de interés o rendimiento atractivos.

En el mercado de dinero doméstico pueden en la actualidad participar personas físicas o morales, nacionales y extranjeras mediante intermediarios financieros como los fondos de inversión, casas de bolsa, etc.

Participante de señalada importancia en el mercado de dinero mexicano es el gobierno, toda vez que la entidad estatal requiere de constantes y fuertes montos de financiamiento a corto plazo para realizar sus actividades de gasto público y deuda.

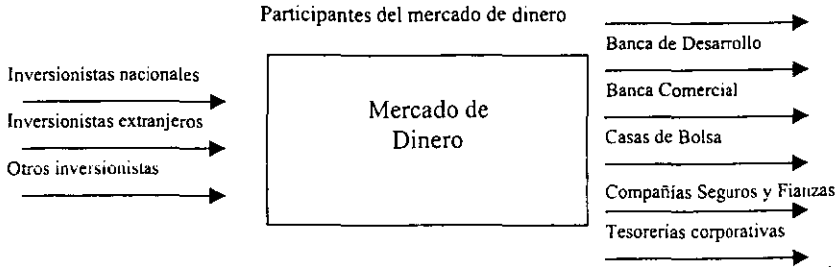
“El principal participante en un mercado de dinero moderno es el gobierno. Los gobiernos por lo general regulan los mercados nacionales y solicitan préstamos cuando los ingresos por conceptos de impuestos, cuotas y ventas no les permiten cubrir sus gastos, o cuando no pueden sincronizar sus ingresos con sus egresos.”²²²

El gobierno de cualquier país recibe ingresos a lo largo de un año fiscal, que le impiden en inicio autofinanciarse, requiriendo así de recursos alternos que le permitan salir adelante. Dicho gobierno podrá recurrir entonces al mercado de dinero doméstico para adquirir capital, mediante títulos de crédito que le permitan captar el ahorro privado a un momento y pagarlo a otro. Situación similar ocurre con la empresa privada.

El tipo de participantes en el mercado de dinero mexicano ha venido modificándose con el avance de la liberalización o desregulación financiera, aceptándose cada vez en mayor grado la incursión de inversionistas extranjeros e intermediarios financieros nacionales y

²²² Mansell Carstens, Catherine; “Las nuevas finanzas en México”; México, IMEF, 1994; p.136

extranjeros. De este modo, el mercado de dinero nacional es objetivo del ahorro interno y externo.



Fuente: Elaboración propia en base a Heyman, Timothy; "Inversión contra inflación"; México, Edit. Milenio, 1988

Es de notar la creciente participación de capital foráneo en el mercado de dinero mexicano, derivada del riguroso desarrollo alcanzado por este mercado en la última década y motivados por una apertura y diversificación en los instrumentos de inversión mexicanos. La inversión extranjera llegó a niveles de inversión alarmantes en comparación a la inversión nacional en 1994 y 1995, posicionando al gobierno mexicano en aprietos ante los vencimientos de corto plazo de valores en manos de extranjeros.

*"La situación se vio magnificada por el hecho de que la Bolsa Mexicana de Valores también se convirtió, debido a la liberalización financiera, en un importante mecanismo para captar la inversión extranjera vía su mercado de dinero."*²²³

Papel importante en el mercado de dinero lo ocupa el Banco de México, al tener como función mantener el poder adquisitivo del peso y ser el agente financiero del gobierno para la colocación de su deuda en el mercado de valores. Para este cometido, es el banco central quien emite y administra el monto de los valores gubernamentales en el mercado de dinero, interviene mediante tres principales herramientas: operaciones de mercado abierto (actividad que tiene por objeto comprar y vender valores gubernamentales en el mercado con el fin de regular la liquidez del sistema financiero); las tasas de interés o tasa de descuento (es la tasa que ofrece el banco central que tiene como meta estimular o desalentar

²²³ Cabello, Alejandra; op. cit. p.276

el crédito interno del Banco a los bancos comerciales y que repercuten a su vez en el crédito público de éstos); el encaje legal o requerimientos de reserva (es el mecanismo del banco central por el cual obliga a la banca comercial a mantener determinado nivel de reservas en las arcas del Banco de México).

Los anteriores instrumentos de política monetaria afectan la disponibilidad de capital en los intermediarios bancarios y financieros, por lo cual alienta o deprime la dinámica del mercado de dinero.

A continuación señalamos escuetamente los instrumentos de inversión disponibles en el mercado de dinero mexicano.

- Cetes: Los Certificados de la Tesorería de la Federación son instrumentos de crédito del gobierno federal, respaldados por los ingresos de capital de la Tesorería de la Federación, los cuales se emiten a descuento (cuando su valor efectivo es inferior a su valor nominal, bien sea en el momento de su emisión o posteriormente en su negociación). Los Cetes son los valores gubernamentales líder del mercado de dinero, se subastan semanalmente y tienen plazos de 28, 91, 182 y 364 días. Cuando las instituciones financieras compran Cetes (en el mercado primario) los venden posteriormente en el mercado secundario entre ellos, al Banco de México, a los fondos del mercado de dinero, empresas, personas físicas y extranjeros obteniendo rápida liquidez por ser los más seguros del mercado de dinero. En el caso de los inversionistas extranjeros, éstos tuvieron acceso a la compra de Cetes hasta diciembre de 1990, por lo cual los Cetes forman parte del mercado de dinero internacionales. Los Cetes, además de ser un medio para invertir, son un instrumento importante de control monetario.
- Papel comercial: Es un pagaré regularmente emitido a descuento, por empresas privadas y banca comercial, los cuales buscan financiamiento de corto plazo. El papel comercial hasta antes de 1990 podía ser bursátil o extrabursátil (no emitido por empresas registradas en la BMV). A partir de 1990, la CNB unificó la emisión de papel comercial, con la salvedad de estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Asimismo, señaló emisiones con vencimiento máximo de un año.
- Aceptaciones bancarias: Emitidas a descuento, las aceptaciones son emitidas como se entiende por las instituciones de banca múltiple con la característica de ser utilizadas para financiar créditos directos y no para financiar transacciones de comercio

internacional. Su vencimiento va de los 7 a 182 días y respaldados por el banco emisor, son instrumentos con rendimiento relativamente altos, pues hay poco riesgo para el inversionista. Las aceptaciones son libremente compradas por extranjeros no residentes en el país.

- Pagaré bancario: También denominados pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, son documentos a descuento que funcionan como recibo por un depósito determinado y constituyen un compromiso de pago de interés y repago del principal al vencimiento por parte del banco receptor.
- Bonos de prenda: Emitidos a descuento, son títulos de crédito expedidos por los Almacenes Generales de Depósito que comprueban la constitución de un crédito sobre las mercancías o bienes indicados en el certificado de depósito correspondiente.
- Bondes: Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal son títulos de crédito nominativos y negociable, emitidos y colocados a descuento por el Banco de México a un plazo no menor a un año. Los Bondes son así instrumentos de largo plazo, pero para efectos prácticos se comercian en el mercado de dinero. Los Bondes pagan un interés sobre su valor nominal, aunque son emitidos a descuento, por lo cual el rendimiento es doble, es decir, se le otorga una prima de riesgo al inversionista por invertir a largo plazo.
- Ajustabonos: Los Bonos Ajustables del Gobierno federal son títulos de crédito de largo plazo (3 a 5 años) emitidos y denominados en pesos e indizados al Índice Nacional de Precios al Consumidor. Los extranjeros pueden comprar libremente Ajustabonos.
- Bondís: Los Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial son emitidos por Nacional Financiera con valor nominativo para financiar al sector industrial su desarrollo e infraestructura.
- Udibonos: Los Bonos de Unidades de Inversión, fueron importados de la experiencia financiera de Chile. En 1995, México utilizó las unidades de inversión para contener el efecto inflacionario de alza en las tasas de interés y el riesgo cambiario.

4.1.8 Mercado de Capitales Mexicano

A diferencia del mercado de dinero, el mercado de capitales refiere la emisión, colocación y negociación de valores con un estimado de vencimiento más amplio, mayor a un año y la inversión en capital fijo.

El mercado de capitales mexicano es parte de la cadena de mercados financieros a nivel internacional en los cuales oferentes y demandantes de instrumentos de mediano y largo plazo pueden realizar transacciones.

El mercado de capitales surge:

*"porque en sus operaciones internacionales requieren moneda distinta de la de su país de residencia; porque necesitan recursos financieros para consumir o invertir; porque desean aportaciones de capital a una determinada empresa y; porque les interesa cubrir determinados riesgos."*²²⁴

Con la sofisticación lograda en el mercado de capitales, la estructura de éstos incluye a los Euromercados, las Bolsas de Valores y el mercado de derivados.

Los Euromercados son centros financieros distribuidos a lo largo del mundo que tienen como fin enlazar a escala mundial ahorro y gasto. Los euromercados se catalogan como fuera de la jurisdicción nacional, por lo cual un peso en México es un peso, mientras que en Londres o en Tokio es un europeo.

Las Bolsas de Valores son el espacio físico donde oferentes y demandantes de instrumentos de inversión y títulos de deuda, negocian activos ya existentes para obtener nuevo capital, realizando operaciones dentro de una jurisdicción nacional. En el caso de la BMV, como en el resto de las bolsas mundiales, las principales operaciones que se llevan a cabo son: 1) las transacciones entre casas de bolsa con cualquier instrumento del mercado de dinero; 2) transacciones entre los bancos comerciales y las casas de bolsa y 3) intervención del Banco de México en el mercado secundario de valores gubernamentales.

²²⁴ Regueiro, Jaime; op. cit. p.79

Asimismo, las operaciones son realizadas en su mayoría vía electrónica, por lo cual las actividades bursátiles son realizadas en los pisos financieros de los centros financieros de los bancos, en los centros financieros de los corporativos financieros no bancarios, en los pisos de operaciones de casas de bolsa, y en el piso de remates de la BMV.

El mercado de derivados se puede localizar dentro o fuera de la jurisdicción nacional, toda vez que se negocian instrumentos globales y también locales y teniendo como función cubrir riesgos a partir de activos ya existentes (swaps, futuros, opciones). Particularmente el mercado de derivados demuestra el esfuerzo innovador del sistema financiero internacional por otorgar mayor número de instrumentos de inversión que a su vez permitan cubrirse de la volatilidad financiera.

El mercado de capitales en México se constituye fundamentalmente por las acciones; diversos instrumentos de renta fija, entre los que destacan los bonos; los ADR's; el Fondo México; el Fondo Neutro; las acciones de libre suscripción; los futuros y opciones.

- Acciones: Diversas empresas privadas utilizan las acciones (preferentes o comunes) para capitalizarse, representando una parte (por ciento) del capital social de la empresa, obteniendo derechos y propiedad dentro de la empresa emisora de acciones.
- CPO: Los Certificados de Participación Ordinaria ofrecen derechos sobre la propiedad y/o usufructo, derivado de bienes afectados en fideicomiso. Los CPO otorgan un interés mínimo garantizado más un rendimiento relacionado al movimiento en el valor del objeto del destino de la emisión.
- Bonos: Dentro de estos encontramos los Bonos Carreteros, los Bonos de Prenda, los Bonos Privados, Bonos Gubernamentales. En México encontramos los Bonos para el Fomento Económico, los Bonos IPAB, los Bonos de Renovación Urbana y los Bonos Bancarios de Desarrollo.
- ADR: Los American Depositary Receipts se han convertido en el caso mexicano en uno de los principales instrumentos de inversión extranjera al importar en 1999 alrededor del 65% de la participación foránea en el mercado de capitales.
- Fondo México: Es el 2° Fondo País en operar después del Fondo Japón y el 3° en tamaño después del de Korea y Japón. Este fondo está declarado en los E.U. por lo que se negocia en el mercado de valores de Nueva York. El Fondo es administrado por Impulsora del Fondo México y ha colocado un total de 200 millones de acciones. El

Fondo México es uno de los fondos más bursátiles del mercado puesto que cuenta con una rotación diaria de acciones considerables y está formado por instrumentos de renta fija y de renta variable de origen mexicano. Uno de los principales atractivos que ha tenido el Fondo México es que el precio de la acción de dicho fondo se negocia regularmente a descuento, o bien bajo par, puesto que los activos de su portafolios del fondo están valuados en pesos mexicanos y avalados con acciones mexicanas. Una vez que sube el precio de las acciones en nuestro país, aumenta el valor del capital de los activos del Fondo, por lo que si el mercado americano no asimila este crecimiento de una manera simultánea, el valor del fondo será mayor y el precio del mismo se ira rezagando lo que le da un mayor margen de utilidad al inversionista en un mediano plazo con la expectativa de que, efectivamente, el precio de la acción del fondo llegue a estar a la par en relación con el valor del activo mismo.

- Fondo Neutro: Regulado por la Ley de Inversiones Extranjeras, se considera neutra la inversión en acciones sin derecho a voto o con derechos corporativos limitados, siempre que obtengan previamente la autorización de la SHCP y cuando resulte aplicable a la CNBV. El Fondo Neutro se reserva las siguientes características:

"a) a través de los fideicomisos neutros de inversión extranjera se puede obtener el usufructo de los derechos pecuniarios que otorgan las acciones serie "A" las cuales como se sabe otorgan un derecho de propiedad exclusivamente para mexicanos. b) los derechos pecuniarios de esta serie de acciones los puede obtener un inversionista extranjero, a través de comprar títulos de participación de un fideicomiso denominados en este caso Certificados de Participación Ordinarios (CPOs) en el que los bienes que componen el capital fiduciario son las acciones serie "A" de las principales emisoras que cotizan en la BMV. c) las empresas autorizadas en este mecanismo están condicionadas a la realización de nuevos proyectos de inversión de alta rentabilidad para expandir sus actividades y d) las acciones que se integren al fideicomiso no son computadas para determinar el monto y participación de los

inversionistas extranjeros en el capital social de las empresas emisoras."²²⁵

- Acciones de Libre Suscripción: También conocidas como acciones serie "B", esta clase de acciones han sido diseñadas para los inversionistas extranjeros interesados en participar de los derechos patrimoniales y corporativos que tienen los tenedores nacionales de esta clase de instrumentos.
- Obligaciones: Son títulos de crédito emitidos únicamente por sociedades anónimas que representan la participación individual de sus tenedores –inversionistas- en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora, es decir, las obligaciones implican para la emisora un capital.
- Futuros y Derivados: Es nuestro país este tipo de mercados son de reciente creación. Un contrato de futuro es un contrato adelantado que se comercia en bolsa, en el cual se pacta el precio de un bien, un índice o una tasa de interés. Los futuros se elaboran a la medida del participante. En cuanto a los derivados, los warrants, se comportan como instrumentos altamente especulativos, al igual que las opciones, los swaps. En 1999 los warrants en posesión extranjera importaron apenas 54.60 millones de dólares que significan menos del 1% de la inversión extranjera total en ese año, por lo cual la mayoría de las operaciones en este valor es demandada por nacionales.

4.1.9 Escenarios

4.1.9.1 Nacional

Establecido el panorama vigente del sistema financiero mexicano y el mercado de valores, es importante poner en perspectiva los cambios acontecidos en el ámbito nacional, es decir, cuáles han sido sus repercusiones para el crecimiento del país.

Como lo hemos desarrollado a lo largo del presente trabajo de investigación, es clara la tendencia financiera dirigida a la desregulación, a una mayor flexibilidad de las estructuras y normatividad económico y financiera existentes que permitan a los diferentes actores financieros participar de las bondades que el libre mercado aporta, a pesar de los altos costos que ello significa para la estabilidad económica del país. Para ello, en inicio, se ha

²²⁵ Caro, Efrain, et. al; "El Mercado de Valores en México"; México, Ariel Divulgación, 1995; p.303

adecuado la legislación bancaria en el afán de formalizar nuevas actividades para los servicios financieros de tal suerte que el mosaico de oportunidades sea ampliado en un ambiente de reducción de costos, eliminación de información asimétrica, seguridad en la inversión y maximización de ganancias, en contraste con excesivos riesgos que derivan en crisis bancarias.

La desregulación financiera ha propiciado un mayor impacto de la actividad financiera en la economía mexicana, ya que hoy día los intermediarios financieros (nacionales y extranjeros) participan en espacios antes vetados, lo cual conlleva competencia y estrategia financiera con altos riesgos. Es aquí, donde la vulnerabilidad financiera inmersos en un libre mercado y circulación de capitales, se hace presente, adoptando niveles de impacto desestabilizadores. A raíz de la desregulación financiera y teniendo como antecedentes las crisis económicas recurrentes, la estructura financiera nacional se ha modificado sustancialmente, dando paso a una mayor penetración del capital externo y al estancamiento del ahorro interno.

Reconociendo el papel estratégico que tiene el sistema financiero nacional en la consecución de metas económicas, el Estado mexicano a través del gobierno federal se ha orientado a supervisar la dinámica financiera, por lo cual, la administración pública se aboca a regular la actividad de los diferentes actores. La creación en la última década de la CNSF, la CONSAR y la CONDUSEF y el IPAB son muestra fehaciente de la necesidad gubernamental por vigilar y controlar el desarrollo del sistema financiero y evitar con ello el recrudecimiento de condiciones que propicien nuevas crisis y permitan en un escenario de estabilidad, dar certidumbre a los servicios financieros, con resultados ciertamente poco alentadores.

Particularmente la administración pública mexicana ha resentido importantes vaivenes económicos y financieros más aún por la salida de flujos de capital en especial de cartera, poniendo a prueba la capacidad de las autoridades para afrontar una economía más globalizada. La crisis de 1994 y más recientemente con las crisis financieras internacionales han servido para corroborar lo adecuado de la legislación y controles adoptados por el gobierno mexicano, del cual se obtiene un balance poco alagüeño.

La tendencia financiera internacional de apertura de capitales imprime a la administración pública mexicana como al resto de las administraciones públicas del mundo, un rol

simplificado, ya que se le confina como razón de Estado la mera regulación, desprovista tal tarea de mecanismos eficientes que neutralicen la rapidez de las transacciones y el uso de nuevas tecnologías, en adición a los ya de por sí efímeros controles fiscales, administrativos y jurídicos que no garantizan la mínima permanencia de los capitales.

La premisa más viable es la de mejorar los mecanismos de regulación, a partir de hacer más eficientes los procesos de seguimiento y control de riesgos en todo el estrato financiero nacional, labor que le compete a la administración pública.

El conflicto aquí presente es que aún con la mejor regulación financiera, cómo controlar capitales que jurídica y administrativamente no tienen restricciones efectivas y donde la aprobación de inversiones está a la libre decisión de autoridades caracterizadas por continuar las recomendaciones internacionales de apertura de mercados. En este sentido, es entendible que al amparo de las nuevas tecnologías y sin mayor penalización o restricción, los inversionistas en cartera entrar y salir a voluntad, quedando la CNBV con un reducido margen para actuar en pro de la estabilidad del mercado mexicano. Por ello, es prudente establecer como elementos que impiden a la administración pública mexicana controlar con eficacia la fuga de capitales:

1. Ausencia de regulación adecuada
2. La rapidez en que se concretan las transacciones

Estos dos puntos, al parecer simples, engloban la complejidad de una administración pública que hasta el momento no ha sido capaz de frenar con eficacia la movilidad de los capitales, siendo México una economía de las llamadas emergentes.

4.1.9.2 Internacional

No podemos desvincular el acontecer nacional del ámbito externo, sobre todo en una temporalidad donde el proceso de globalización es más vigoroso que nunca.

México para insertarse en el proceso globalizador y evitar rezagarse en el desarrollo mundial, e influido por factores financieros externos, ha realizado reformas estructurales al sistema financiero para dar cabida a una mayor penetración de capitales, por demás necesarios en una economía carente de recursos propios.

Así pues, lo acontecido en México no le es exclusivo, es una situación que se reproduce en otros países. Iniciada en los países desarrollados desde la década de los 70', la desregulación financiera se manifiesta en la aparición de mercados emergentes.

El gran reto de la administración pública mexicana, en un entorno financiero globalizado es el de lograr la eficiencia y eficacia en la supervisión y control del sistema financiero nacional, evitando en lo posible efectos desestabilizantes para la nación, consecuencia de la libre circulación de capitales. Importa por ello, replantear el papel del Estado, ya que a todas luces, el actual esquema sólo beneficia a los grandes capitales respaldados por los países más desarrollados. Mientras esto sucede, es la regulación el único medio o instrumento disponible para aportar cierta certidumbre o estabilidad a los mercados. Más adelante, se aborda la experiencia de diferentes países en materia reguladora de flujos de capital en cartera, principal factor de volatilidad en las economías contemporáneas.

4.1.10 Régimen Fiscal del Mercado de Valores

A lo largo de la presente investigación se ha dado énfasis a la situación de creciente privilegio a los flujos internacionales de capital desde Bretton Woods.

Acuerdos comerciales, convenios bilaterales, desregulación financiera, entre otros elementos han llevado a condiciones de mercado sumamente positivas y nunca antes dadas para el movimiento de capitales.

Uno de estos elementos lo constituye el régimen fiscal que, en la soberanía de cada nación, se aplica al comercio de valores y títulos de crédito.

En México, hay que señalar, como en la mayoría de los mercados financieros internacionales, la compra y venta de valores se encuentra poco gravada, utilizándose el régimen fiscal como incentivo a las inversiones en un criterio de a menor gravamen mayor inversiones.

Para efectos de la política impositiva en el mercado de valores mexicano, el gobierno considera la personalidad o perfil fiscal del participante –incluyendo su residencia- y el tipo de valor que se está transando.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público considera el perfil fiscal a la distinción del participante en función de si es una empresa o un individuo y si éste es residente nacional o del extranjero.

Las empresas o personas morales son reconocidas por la autoridad fiscal mexicana como personas físicas con actividad empresarial.

Los individuos son personas físicas sin actividad empresarial residentes en México.

Los extranjeros se consideran a personas físicas o morales con residencia fuera del territorio nacional.

El tipo de valor o contrato realizado determina en general el impuesto a pagar y la retención a proceder por parte del socio liquidador con el cual se adhirió dependiendo del perfil fiscal y residencia del participante.

En el mercado de valores se contemplan como principales impuestos al Impuesto Sobre la Renta (que grava todo ingreso cualquiera que sea la ubicación de la fuente de riqueza de donde proceda, hasta una tasa del 34%²²⁶); el Impuesto al Activo (que grava la posesión de activo, cualquiera que sea su ubicación aplicando al valor del activo en el ejercicio, la tasa de 1.8%²²⁷); y el Impuesto al Valor Agregado (que grava la enajenación de bienes, la prestación de servicios independientes, el uso o goce temporal y la importación de bienes o servicios con una tasa del 15%²²⁸).

Como señalamos al inicio del apartado, el tipo de valor o documento determina el origen de la riqueza (si es ganancia o pérdida) y de ahí si hay retención o no, considerando por supuesto el perfil fiscal del participante.

Es necesario agregar que en el caso de personas físicas, morales y extranjeros, el ISR y sus retenciones le son deducibles en la mayoría de los casos el componente inflacionario, dependiendo si hubo ganancia o pérdida; de igual modo y de acuerdo a la Ley del Impuesto al Activo, establece que este puede ser reducido en la misma proporción en que se reduzca el ISR (Art. 2oA), así como acreditar al IMPAC del ejercicio, una cantidad equivalente al ISR que les correspondió en el mismo ejercicio (Art.9°).

Es observable en la anterior situación, la situación de privilegio y consideraciones que la autoridad fiscal mexicana le brinda al inversionista en Bolsa para estimular a éste a seguir invirtiendo. Le permite una serie de deducciones en los impuestos susceptibles de pagar que deviene en una pérdida de recursos importantes para el fisco, condición que bien puede ser excusada por el hecho de que se incentiva a la inversión. A continuación y para mayor

²²⁶ Ley del ISR Art. 1

²²⁷ Ley del IMPAC Art. 2

²²⁸ Ley del IVA Art. 1

entendimiento del lector, esquemizamos en un cuadro la situación fiscal del mercado de valores por tipo de instrumento.

Tabla 4.1

Régimen Fiscal en el Mercado de Valores Mexicano

| | ISR | IMPAC | IVA |
|------------------------------------|------|-------|-----|
| ACCIONES | | | |
| Persona Física | NO | NO 1 | NO |
| Persona Moral | SI | NO 1 | NO |
| Extranjero | SI* | NO 1 | NO |
| OBLIGACIONES | | | |
| Persona Física | SI 2 | SI | NO |
| Persona Moral | SI | SI | NO |
| Extranjero | SI | SI | NO |
| BONOS BACARIOS | | | |
| Persona Física | SI | SI | NO |
| Persona Moral | SI | SI | NO |
| Extranjero | SI | SI | NO |
| BONOS GUBERN. | | | |
| Persona Física | SI 3 | SI | NO |
| Persona Moral | SI 3 | SI | NO |
| Extranjero | NO | NO | NO |
| PAPEL COMERCIAL | | | |
| Persona Física | SI* | SI | NO |
| Persona Moral | SI | SI | NO |
| Extranjero | SI | SI | NO |
| CPO's | | | |
| Persona Física | SI*2 | SI | NO |
| Persona Moral | SI | SI | NO |
| Extranjero | SI | SI | NO |
| ACEPTACIONES BANCARIAS | | | |
| Persona Física | SI | SI | NO |
| Persona Moral | SI | SI | NO |
| Extranjero | SI | SI | NO |
| WARRANTS, OPCIONES, FUTUROS | | | |
| Persona Física | SI*2 | SI | NO |
| Persona Moral | SI | SI | NO |
| Extranjero | SI | SI | NO |

* Se exenta sólo cuando sean negociados entre el gran público inversionista

1. Excepto cuando se invierte en acciones de sociedades de inversión de renta fija.
2. Excepto cuando los títulos de crédito sean de un plazo de vencimiento mayor a 1 año.
3. Con excepción de que sean adquiridos por intermediación de instituciones de crédito, casas de bolsa, se mantengan depositados en dichas entidades durante su plazo de tenencia y no se enajenen en entrega diferida.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Escamilla Lugo, Abel; "Régimen fiscal del Mercado de Valores"; México, Edit. PAC, 1995; LISR; LIMPAC; LIVA

En adición, los inversionistas extranjeros tienen un importante estímulo fiscal en la medida en que nuestro país ha firmado tratados y acuerdos internacionales señalados para evitar la

doble tributación, es decir, convenios fiscales entre 2 naciones donde se obligan las partes firmantes a no cobrar un impuesto a un inversionista, cuando este mismo impuesto ya haya sido cobrado en su lugar de origen.

“El evitar la carga fiscal excesiva, el eliminar el freno al desarrollo a la inversión foránea y el reducir la evasión fiscal internacional tiene un costo inmediato para nuestro país: la caída de la recaudación fiscal por los impuestos que dejan de pagar los extranjeros en México.”²²⁹

Con la aplicación de tratados para evitar la doble tributación, los inversionistas foráneos reducen tasas impositivas en el ISR hasta 4.9%, siempre y cuando sean originarios del país con el cual está firmado el tratado.

Respecto al IVA, es claro que el mercado de valores mexicano se mantiene al margen del cobro de este gravamen, toda vez que en este mercado existe la enajenación de bienes o productos financieros, siendo éste un criterio fiscal para cobrar IVA.

En este sentido, la Ley del IVA expresamente señala como exentos:

*“partes sociales, documentos pendientes de cobro y títulos de crédito, con excepción de certificados de depósito de bienes cuando por la enajenación de dichos bienes se esté obligado a pagar este impuesto.”*²³⁰

Queda manifiesto pues que el mercado de valores en México se encuentra relativamente poco gravado en busca de propiciar una mayor inversión, aunque con ello se pierdan millonarias sumas con posibilidades de entrar a las arcas públicas.

²²⁹ Escamilla Lugo, Abel; “Tratados para evitar la doble tributación” en **Capital Mercados Financieros**, México, No. 76, p.34

²³⁰ LIVA Art. 9-VII

CAPÍTULO QUINTO: EXPERIENCIA REGULADORA. EL CASO DEL IMPUESTO SOBRE FLUJOS DE CAPITAL EN CARTERA

5.1 EXPERIENCIA DE LA REGULACIÓN EN FLUJOS DE CAPITAL

A lo largo de los cuatro capítulos antecedentes se han hecho patentes los cambios que los flujos de capital en cartera pueden transmitir a las economías nacionales y en particular a México.

Desde los acuerdos de Bretton Woods los flujos de capital fueron incrementando su cantidad e impacto en la economía mundial, viéndose profundizado su carácter de especulativos a partir del abandono de los mismos acuerdos. La estructura financiera internacional resultante no dio oportunidad al total de las economías nacionales de prepararse con eficacia para afrontar la nueva dinámica de capitales en el mundo.

Los mercados financieros industrializados al ser los impulsores del nuevo entorno financiero internacional obtuvieron beneficios del modelo económico implantado con instituciones maduras, mercados financieros más perfectos e indicadores macroeconómicos más estables; sin embargo, los mercados de los países subdesarrollados no alcanzaron la fortaleza suficiente, originado fundamentalmente por un bajo nivel de ingresos, la ausencia de una política de desarrollo de mercados de capitales y una pronunciada dependencia histórica hacia los países más avanzados. Esto trajo como consecuencia sistemas financieros poco estables por la fragilidad de instituciones y variables macroeconómicas adversas, no consolidándose a su vez un mercado financiero lo suficientemente maduro para las inversiones.

Reconociendo entonces la diferencia existente entre economías desarrolladas y economías emergentes, se entenderán también las circunstancias que obligan a estas últimas a encontrarse más vulnerables a los movimientos internacionales de capital en un ambiente que prioriza la obtención de ganancia por encima de la estabilidad financiera.

Tras el abandono de los acuerdos de Bretton Woods se encontrará el periodo y estructura idóneos para que los flujos de capital y en especial los manejados en cartera se hayan involucrado en una dinámica de creciente participación en el sistema financiero internacional y convirtiéndose en protagonista de la globalización financiera.

“Las barreras internas desaparecen y los mercados monetarios (dinero a corto plazo), financiero (capital a más largo plazo), de cambios (intercambio de monedas) y a futuro, entre otros, se unifican. En adelante, el inversionista busca el mejor rendimiento pasando de un título a otro, de una moneda a otra, de una obligación en dólares a una en pesos. Finalmente, estos mercados particulares (financiero, de cambios, de opciones, de futuros) son subconjuntos de un mercado financiero global de carácter mundial.”²³¹

Sin embargo, la aparente anarquía que impera en el mercado financiero internacional desde el ámbito de libertades inversionistas, aunado a los grandes beneficios para todos los países, también ha conllevado grandes costos, principalmente para las llamadas economías emergentes, quienes a partir de la década de los 70' se han visto sistemáticamente envueltas en crisis financieras engendradas algunas veces en su seno y en otras por motivos externos; lo cierto es que la contextura financiera mundial ha privilegiado a los grandes capitales en detrimento de la estabilidad financiera y económica de las naciones. En el caso de México en 1994 y 95, la combinación de factores internos y externos desembocaron en mayores dificultades para el país; en materia económica la inflación se disparó, el peso se devaluó alrededor de 71%, el crédito se detuvo, la banca entró en crisis y las inversiones extranjeras, buena parte de ellas de corto plazo, se retiraron del país, agravándose el problema de cuenta corriente sostenido principalmente con este tipo de inversiones.

Junto a la crisis financiera mexicana, la crisis asiática, rusa y brasileña fueron argumento basto para poner en la mesa de discusión la necesidad de reformas al sistema financiero internacional, que permite a través de la apertura de cuentas de capital, la movilidad de inversiones, muchas de ellas especulativas y que son causantes en gran medida del caótico problema de crisis.

Tema de controversia entre los especialistas del área ha sido el de implementar cualesquiera mecanismos para evitar o cuando menos reducir la volatilidad de los flujos de capital especulativos que modifican a su entrada o salida del mercado financiero nacional la

²³¹ Guillen Romo, Héctor 1997: op. cit. p.871

capacidad de maniobra de las autoridades monetarias, cambiarias y fiscales ante eventuales cambios en el monto de inversiones que afecten las metas macroeconómicas.

*“Muchos argumentos han sido propuestos en la literatura económica para justificar el uso de controles de capital. Acerca de ello, los mejores argumentos identifican situaciones en las cuales las restricciones a la cuenta de capital mejoran el bienestar económico compensando las imperfecciones del mercado financiero, incluyendo aquellas resultado de la información asimétrica.”*²³²

El número de propuestas que lleven a controlar la entrada y salida de capitales esta directamente asociada a la multiplicidad de factores que los originan. La urgencia por evitar mayores trastornos económicos producto de una entrada o salida desmedida de capitales ha provocado una variada lluvia de ideas para limitar la acción especulativa, por cierto, no todas ellas viables por los costos que implican para las economías y la renuencia de los organismos financieros multilaterales y por supuesto de los inversionistas en la aplicación de medidas restrictivas; lo cierto es que las crisis financieras presentes en los últimos años, han puesto en tela de juicio la calidad, funcionamiento e incluso para algunos la justicia del sistema financiero internacional, aportando múltiples propuestas al respecto.

*“Teniendo en cuenta que en la actualidad los mercados financieros tienen carácter global y que no son objeto de una regulación y supervisión internacional, se subraya la urgente necesidad de lograr, mediante la cooperación internacional, que se constituya un marco adecuado para: 1) garantizar una mayor transparencia con respecto al funcionamiento de los mercados financieros; 2) adoptar códigos de conducta que todos se comprometan a suscribir y 3) organizar una supervisión más estricta del respeto de estas normas.”*²³³

²³² IMF; “Capital controls: country experiences with their use and liberalization”; USA, IMF, May 17 2000; Occasional Paper 190; p.5

²³³ Randzio-Plath, Christa; Ponencia “Informe sobre la crisis monetaria y financiera mundial y sus repercusiones sobre la economía europea”; Bélgica, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y Política Industrial, 26 de noviembre de 1998;

Los controles de capital vienen así a colocarse como medidas estabilizadoras y compensatorias de rezagos. Si bien no es posible realizar medidas radicales para controlar los flujos de capital internacionales por la tónica seguida en las últimas décadas sí es plausible instrumentar disposiciones ya sean administrativas o basadas en el mercado para controlar relativamente la entrada o salida de capitales.

La utilización de este tipo de medidas para contener movimientos erráticos que afecten la economía nacional, tanto para la entrada como para la salida de capitales tienen entre sí diferencias cualitativas exigibles a las economías que los imponen, al igual que los costos y niveles de efectividad alcanzables, que pueden variar en función de la especificidad de la regulación y de la estructura monetaria, fiscal y cambiaria presentes.

“La efectividad de los controles de capital es frecuentemente evaluada en base a su impacto en los flujos de capital y objetivos de políticas, tales como mantener la estabilidad cambiaria, proveyendo de mayor autonomía a la política monetaria o preservando la estabilidad macroeconómica y financiera local.”²³⁴

El grado de efectividad en la utilización de controles de capital regularmente se califica acorde al impacto de estos en la distribución o composición de los flujos (corto o largo plazo) así como en la consecución de metas económicas; la composición de los flujos de capital es una de las funciones esenciales de los controles de capital, ya que regularmente éstos son implementados en momentos en los cuales una elevada proporción se encuentra colocado en inversión de cartera, convirtiéndose en un elemento de doble efecto: por un lado apoyan el financiamiento interno y por el otro, provocan el recalentamiento de la economía con un incremento del circulante, presión inflacionaria, baja de tasas de interés hasta niveles críticos y en consecuencia el gobierno se verá obligado a neutralizar tales efectos, por tanto, la efectividad de los controles se evaluarán en función de la rapidez y proporción en que estos incurran en un cambio de la composición de capitales, mejorando en consecuencia la posición del país frente a los movimientos internacionales de capital.

²³⁴ IMF 2000; op. cit. p.5

Asimismo, los controles de capital se fundan en el alcance de metas macroeconómicas, es decir, los controles tienen una función correctiva dentro de un entorno económico internacional que favorece la inestabilidad. En circunstancias donde los procedimientos de esterilización son ya insuficientes y los desajustes macroeconómicos excesivos, los controles instauran una nueva herramienta para mitigar el impacto de los capitales en la economía y compensar los trastornos.

"Los controles de capital son prósperos en reducir la vulnerabilidad de un mercado emergente a crisis financieras y pueden además incrementar el volumen de entrada de los flujos."²³⁵

Un buen resultado en el uso de controles de capital redundará necesariamente en mejores condiciones macroeconómicas desde el ámbito de efectos por su afluencia; pero además, esto puede convertirse en el mediano plazo en un incentivo para que los capitales continúen fluyendo al país, debido a un programa exitoso de impuestos, bajo nivel de riesgos por mejoría en las variables de la economía, etc.

En la literatura económica se establecen dos formas de controles de capital referentes a disposiciones para regular el ingreso y egreso de capitales.

A su vez, los controles de capital en cualquiera de sus formas se basan ya sea en medidas de carácter administrativo o de control directo y en restricciones basadas en el mercado o de control indirecto.

Los controles de capital directos o administrativos involucran generalmente prohibiciones completas o bien mediante decisiones discrecionales a las transacciones de capital transnacionales. Esto quiere decir que los controles directos como su nombre lo indica, se basan en disposiciones de carácter administrativo que tienen que ver por ejemplo con requisitos de inversión, relacionados fundamentalmente con la normatividad oficial del mercado receptor de recursos.

Por su parte, los controles de capital indirectos o basados en el mercado, buscan disuadir los movimientos de capital por medio de costos de transacciones más elevadas, lo cual se

²³⁵ Cordella, Tito; "Can short term capital controls promote capital inflows?"; USA, IMF, 1998; Working Paper 98/131

puede hacer de diferentes maneras, dentro de los que se cuentan la implementación de impuestos (taxation) tanto implícitos como explícitos o bien mediante regímenes de tipo de cambio múltiple. Los controles indirectos pueden afectar además el precio, o bien volumen y precio de una transacción.

Entenderemos entonces que la utilidad práctica de los diferentes tipos de controles de capital se encontrará asociada a los requerimientos de estabilización de la economía doméstica y a la infraestructura con que cuenta para aplicar determinado tipo de control en sus diferentes modalidades. La aplicación de controles de capital directos se presentará en especial en economías que cuentan con capacidad técnica para soportar un control minucioso del ingreso de capitales a fin de satisfacer las restricciones impuestas con un carácter de administrativo. Por el contrario, los controles de capital indirectos residirán en esencia en su capacidad para afectar en el mercado a los flujos de capital, incidiendo de ese modo en sus costos y capacidad inversora. Los controles de capital indirectos suelen ser más complicados de implementar por que los resultados de estas medidas se reflejan más inmediatamente en los niveles de riesgo que mantienen los mercados financieros domésticos, haciendo más fácil o difícil al país el acceso a fondos extranjeros.

“La mayoría de los países intentaron hacer frente a los efectos de la integración a partir de intervenciones directas para restringir la entrada de capitales. De cualquier modo, los controles de capital fueron adoptados por países que en particular recibieron grandes montos de capitales privados o que fueron obligados a usar otros instrumentos de política para contener el sobrecalentamiento.”²³⁶

La utilización de controles de capital como lo afirma el Fondo Monetario Internacional se ha inclinado en mayor grado por la utilización de controles a la entrada de capitales mediante intervenciones de índole administrativa, por ser estos más fáciles de cuantificar en su impacto en inversiones.

Los controles a capitales que ingresan en un mercado financiero ha tenido efectivamente una mayor aceptabilidad por parte de las autoridades en la materia, como medidas

²³⁶ World Bank 1997; op. cit. p.191

preventivas y correctivas de las metas macroeconómicas, modificadas éstas por la importante afluencia de capitales. Implementando controles a la entrada de capitales se pueden reducir, si no evitar los choques externos producto de crisis financieras e incrementar en consecuencia la autonomía monetaria local.

Entre los países que han decidido utilizar este tipo de controles se encuentran Brasil (1993-1997), Chile (1991-1998), Colombia (1993-1998), Malasia (1994) y Tailandia (1995-1997), todos ellos con resultados diferentes en cuanto a la efectividad e impacto.

En el caso particular de Brasil, Indonesia y Colombia los controles a los flujos de capital fueron motivados por el ánimo de reducir un potencial sobrecalentamiento y mayor vulnerabilidad de sus economías frente a episodios de crisis. Brasil, por ejemplo, decretó en 1993 un impuesto a las transacciones financieras donde intervinieran la compra foránea de bonos domésticos y en 1994 para la compra de valores brasileños. Desde 1991, Indonesia tomó medidas para disuadir el endeudamiento en swaps y en offshore por parte de empresas gubernamentales y reduciendo los límites de los bancos comerciales frente a posiciones de cambio extranjero. Sin embargo, en el caso de Indonesia, el tiempo colapsó los logros obtenidos por los controles y para la crisis el endeudamiento externo fue uno de los principales problemas a enfrentar por el sector privado.

“El gobierno no pudo captar más dólares porque los pasivos externos de corto plazo del país excedían en mucho la liquidez de las reservas internacionales y sorpresivamente, el sentimiento en los mercados internacionales fue de exclusión de los deudores comerciales por grandes montos.”²³⁷

Por su parte, Colombia implementó controles a la entrada de capitales en septiembre de 1993. Dicho control consistía en un requerimiento de reserva (encaje) no remunerado al endeudamiento externo directo, con una proporción del 47%. El requerimiento permaneció utilizando la duración del crédito únicamente para aquellos créditos con un vencimiento de 18 meses o menos, excepto para créditos comerciales. Para marzo de 1994, el vencimiento de créditos sujeto a requerimientos de reserva fue extendido a tres años y en agosto a cinco

²³⁷ World Bank; “Indonesia in crisis”; USA, World Bank, 1998

años. Además, la tasa de reserva fue impuesta sobre una escala graduada, con altas tasas para los vencimientos de corto plazo. El rango fue de 140% para créditos con vencimientos de 30 días o menos a 42.8% para aquellos con cinco años de vencimiento.

Circunstancias en las cuales se observa una elevada entrada de capitales que ponen en riesgo la estabilidad financiera de un país fue lo que motivó a los gobiernos de Chile, Malasia y Tailandia a trazar controles a la entrada de capitales. De estos, el caso de Chile se ha convertido en modelo de controles de capital para otras naciones por su buena aceptación y resultados obtenidos en el manejo e impacto de crisis financieras internacionales. En junio de 1991, Chile introdujo controles a la entrada de capitales a través de un mínimo requerimiento de reserva (encaje) no remunerado de 20% para los créditos extranjeros nuevos (excepto créditos otorgados a exportadores) con vencimientos de menos de un año. El requerimiento fue extendido a todos los créditos externos haciendo caso omiso al vencimiento, un mes más tarde. Ese depósito o encaje, se aplicó uniformemente al lado de los vencimientos, que requirieron ser mantenidos sólo por un año, no importando el vencimiento del crédito. Esto implicó una tasa impositiva que varió inversamente al vencimiento del crédito, es decir, a menor plazo de vencimiento mayor la tasa impositiva y viceversa. En 1992, el 20% de requerimiento de reserva para créditos extranjeros fue extendido a los depósitos bancarios en divisas. En mayo el requerimiento de reserva se incrementó en 30%, excepto para créditos externos con vencimiento de más de un año que fueron registrados con el Banco central bajo el Art. 14 de la regulación de tipo de cambio.

“Los estudios empíricos parecen detectar que la eficacia del encaje, en cuanto a la capacidad para reducir entradas de capitales, disminuye con el paso del tiempo.”²³⁸

Finalmente, para julio de 1995 el requerimiento de reserva fue ampliado a todo tipo de inversión externa en Chile, incluso los instrumentos denominados ADR's o Recibos de Depósito Americanos.

²³⁸ Bevilaque, Alfonso y Fernández Arias, Eduardo; “Funcionan los controles de capital” en *Revista Políticas Económicas de América Latina*; USA, Banco Interamericano de Desarrollo, Tercer trimestre 1998; No.4

Ahora bien, en un sentido contrario, los controles a la salida de capitales han sido un instrumento considerablemente menos recurrido por los gobiernos de los países e implementados sólo en lapsos de tiempo coyunturales, nunca como medidas preventivas, debido a la gran dificultad que puede significar rastrearlos, además de los costos en los que se puede incurrir por la utilización de controles egresivos de capitales.

Recientemente Malasia (1998-presente), España (1992) y Tailandia (1997-1998) han sido los únicos países que tienen experiencia en controles a la salida de capitales. En el caso de España, los controles fueron utilizados durante la crisis de divisas europea en 1992 y en el caso de Malasia y Tailandia los controles se implementaron en la reciente crisis asiática.

En los tres países el objetivo nodal de los controles fue contener la especulación con la moneda corriente y estabilizar los mercados de cambio, en un escenario de cuenta de capitales previamente liberalizada, a partir de restringir a los extranjeros el acceso a los fondos de moneda corriente que podrían ser utilizados para asumir posiciones especulativas. El uso de fuertes gravámenes a las transacciones financieras, fundamentalmente de corto plazo es un denominador común, con medidas auxiliares como el incremento paulatino de reservas de divisas en los bancos como respaldo ante escasez.

Con la práctica de los controles a la salida de capitales se puede afirmar que la efectividad de estos se basará no sólo en la implementación de los mismos, sino además en una serie de ajustes de políticas que reduzcan las posibilidades de evasión regulatoria, así como en criterios bien definidos para no obtener resultados pobres y costos elevados en términos de viabilidad económica y dificultades para acceder a los mercados financieros internacionales.

“Mucha regulación y factores institucionales pueden influir el funcionamiento del mercado de divisas. Por ejemplo, información precisa acerca de firmas e intermediarios financieros pueden mejorar la participación inversionista en el mercado accionario. Regulaciones e instituciones que inculquen confianza en el corredor y en otros intermediarios del mercado de capital podrían animar a la inversión y el comercio en el mercado accionario. Similarmente, regulaciones

restrictivas o costosas pueden impedir el eficiente funcionamiento del mercado de valores."²³⁹

Con la exigencia de los organismos internacionales y la tendencia mundial de desregulación financiera, los gobiernos locales han visto mermada su capacidad de gestión y autonomía para efectuar reformas económicas y se han limitado a la liberación de cuentas de capital, por lo cual, la decisión de utilizar controles a los movimientos de capital es cada vez más escasa y ceñida a circunstancias especiales; al respecto las referencias dadas por el banco Interamericano de Desarrollo son identificables dado el entorno e influencia que tienen los controles sobre la economía.

"1) Un sistema de control cambiario resulta cada vez más difícil de aplicar puesto que los mercados son sofisticados y con una oferta cada vez más amplia de instrumentos financieros que brindan a los tenedores la posibilidad de eludir estos controles. 2) Los controles de capital como tales, han demostrado ser poco eficaces para afectar de manera sistemática a variables como el tipo de cambio real y la demanda agregada, variables que en muchos casos constituían el objetivo último. 3) En la medida en que los controles son eficaces a corto plazo, existe el riesgo de que, en malas manos, puedan ser modificados permanentemente con el fin de diferir ajustes necesarios de la política económica. 4) Los mercados internacionalizan este tipo de riesgo con la consecuencia de que la imposición de controles podría elevar el precio de los recursos en la medida en que ello se perciba como una señal de posible falta de firmeza de la política económica y 5) En la mayoría de los casos, se considera que los controles constituyen un mecanismo temporal. No obstante, a las autoridades económicas les podría resultar difícil elegir el momento preciso de eliminarlos ante la posibilidad de que

²³⁹ Levine, Ross y Zervos, Sara; "Capita control liberalization and stock market development"; USA, World Bank, 1996; Policy Research Working Paper 1622; p.17

*los mercados financieros malinterpreten una medida de este tipo. La anticipación de esta eventualidad puede hacerlos menos atractivos.*²⁴⁰

Sin embargo, el descrédito e ineficacia de los controles de capital no puede aseverarse como total y absoluta, ya que el éxito o fracaso de un plan de control a flujos de capital reside en un perfecto análisis del programa a imponer, así como a la correlación de este con la situación económica imperante en el país y en el concierto económico internacional. Esto hace suponer que en aras de alcanzar instrumentos que limiten la acción especulativa de los flujos internacionales de capital, se admiten propuestas de todo tipo, que encuadren dentro de opciones viables y de fácil implementación, considerando siempre el momento histórico y económico en el que se establecen.

El Impuesto Tobin, es una innovadora idea que intenta dar solución o cuando menos reducir la problemática inherente a la libertad de flujos internacionales de capital en cartera y que vale la pena ser analizada.

5.2 EL IMPUESTO TOBIN

5.2.1 Antecedentes

Motivados por la creciente volatilidad de los flujos internacionales de capital que afectan la estabilidad de las economías, los controles de capital han regresado a la mesa del debate como un medio práctico de reducir la especulación en los mercados financieros internacionales y prevenir en lo posible la vulnerabilidad del sistema financiero doméstico. Para ello, se han vertido innumerables ideas en los foros internacionales muchas de ellas radicales y por lo mismo poco viables, otras tantas, se pueden considerar más profundas y mejor pensadas. Tal es el caso del llamado Impuesto Tobin.

“Las crisis especulativas ya no constituyen fenómenos localizados, sino que se mundializan cada vez más, lo que acaso plantea la necesidad de arreglos regulatorios en escala internacional de los flujos de capital

²⁴⁰ Bevilaque; op. cit. p.6

especulativo a corto plazo, como revela el actual interés de los economistas internacionales en el llamado Impuesto Tobin."²⁴¹

James Tobin nació en el estado de Illinois, Estados Unidos en el año de 1920. Inició sus estudios superiores como becario en la Universidad de Harvard en los años de la Gran Depresión y el fracaso de las economías capitalistas, responsables de una ola mundial de desastres sociales y políticos, que permitieron cuestionar dogmas implantados. En este contexto de caos intelectual, el alumno de Harvard descubrió y adoptó las teorías de Keynes en 1936.

Partidario de un liberalismo con rostro humano, desde entonces nunca dejó de defender el papel intervencionista del Estado en la economía y los ajustes fiscales y presupuestarios. En los años cincuenta y sesenta, encabeza la resistencia contra la corriente monetarista dirigida por el Premio Nobel, Milton Friedman.

Decidido partidario de los demócratas, es asesor del presidente John F. Kennedy en 1961-1962. Veinte años más tarde, se pronuncia en contra de la política neoliberal de Reagan (disminución de los impuestos y reducción de la inflación) inspirada por las ideas monetaristas de Friedman.

Desde comienzos de los años setenta, alerta a la opinión pública contra el aumento de la especulación privada en los mercados financieros que socavan la autonomía de las políticas financieras nacionales. Para disuadir a los especuladores, desde 1978 propone instaurar un impuesto internacional sobre las transacciones de divisas al contado.

En el año de 1981, la Academia Sueca de la Ciencia decide otorgarle el prestigioso Premio Nobel de economía por sus trabajos relacionados con la oferta monetaria y la teoría sobre la selección de la cartera (portfolio selection theory). Esta permite entender cómo las familias o las empresas deciden invertir en activos financieros o reales y endeudarse. En este sentido, las teorías de Tobin influyeron en toda una generación de investigadores y estimularon la investigación sobre el análisis de la balanza de pagos y del crecimiento económico.

²⁴¹ Puyana Ferreira; op. cit. p.68

A sus 80 años, James Tobin mantiene un despacho en la Universidad de Yale, después de haber dado cátedra en esa institución de 1950 a 1988. Tobin es autor de 16 obras y más de 400 artículos.

El Impuesto Tobin, llamado así en honor de su creador intelectual constituye un esfuerzo más dentro de un sinnúmero de propuestas internacionales por regular la desmedida tasa de circulación de capitales que ocasionan desequilibrios económicos en un entorno global que se niega a acotar su poder.

“De acuerdo con el Banco Internacional de Pagos, en 1995 se estimó un comercio de divisas diario de \$1.3 billones de dólares, incluyendo contratos de derivados (por ejemplo, contratos que involucran activos derivados de otros, como futuros, y contratos de opciones de compra o venta de divisas a futuro). Multiplicando los \$1.3 billones diarios por los 240 días susceptibles de negociación en el año, figuran \$312 trillones de dólares.”²⁴²

En adición al argumento que sostiene la aplicación del Impuesto Tobin como regulador de los flujos de capital de corto plazo, el Impuesto Tobin involucra una serie de cuestiones de carácter social, ecológico y de crecimiento económico que serían intrínsecos a los logros conseguidos con un control más efectivo de los flujos de capital y que permitirían en conjunción con políticas adecuadas un crecimiento sostenido de las economías y un mayor apoyo a los países subdesarrollados; todos estos cuestionamientos se analizan en el siguiente apartado.

5.2.2 Características

El Impuesto Tobin o Tobin Tax, señalado como una innovadora idea para desestimular los flujos internacionales de capital especulativo es una propuesta relativamente sencilla en sus

²⁴² Michalos, Alex C.; “A handful of sand in the wheels of financial speculation”; Canada, University of Northern British Columbia, 2000; p.10

principios, aunque un poco más complicada en su implementación, por cuestiones de carácter técnico en la búsqueda de rastrear capitales que estén especulando.

El Impuesto Tobin o con el nombre que se le prefiera adjudicar, consiste en esencia en una exacción sobre las transacciones de divisas tanto a la entrada como a la salida de los capitales de un mercado financiero nacional, es decir, el Impuesto Tobin buscaría gravar el comercio de divisas en ambos sentidos.

Podría pensarse que con esta decisión, se vendría abajo el comercio internacional, al ser penalizado internacionalmente con un impuesto, sin embargo, el Impuesto Tobin establece rangos de alcance impositivo relativamente bajos que permitirían a las transacciones de largo plazo pasar sin mayores afectaciones. Por tanto, el sujeto del impuesto (persona que esta obligada a pagar el impuesto) en este caso serían fundamentalmente los inversionistas que transan con divisas al contado.

*"El principal objetivo del Impuesto Tobin sería el de lanzar alguna arena en el fuego de la especulación de divisas, en un esfuerzo por reducir la proporción de intercambio volátil."*²⁴³

Los colocadores de capital de corto plazo, muchos de ellos especulativos al realizar transacciones en ocasiones hasta por varias veces al día verían en el periodo de un año afectadas seriamente sus capacidades de acción al ser exaccionados hasta más de la mitad de sus ganancias, esto es, el impuesto incurre en el principio de razón proporcional: mientras más transacciones se realicen, (ida y vuelta o entrada y salida) mayor será el monto a pagar por dichas operaciones. De esta manera, una inversión que se vislumbra a 10 años sobre la base de una tasa mínima de entrada y salida, tendría en consecuencia que pagar un impuesto sin trascendencia dentro del principal invertido y retorno obtenido.

"El impuesto podría impulsar el comercio mundial ayudando a estabilizar proporciones de intercambio. Cuando los importadores y exportadores no están seguros de que de un día a otro su moneda valga,

²⁴³ De Brunhoff, Suzanne y Jetin, Bruno; "The Tobin Tax and regulation of capital movements"; France, ATTAC, 1998;

la planeación económica –incluyendo la creación de empleos- se van por la ventana. Reduciendo los medios de volatilidad del tipo de cambio, esas negociaciones podrían necesitar menos dinero para cubrirse (comprando divisas en anticipación de futuros cambios de precios), y así se liberarían capitales para invertirse en nueva producción.”²⁴⁴

Para algunos especialistas en economía internacional, resulta de gran desconfianza hasta dónde un impuesto a las transacciones de divisas podría afectar la funcionalidad del comercio local e internacional, sin embargo, es además cierto por otra parte que al ser un impuesto directo y en proporción al número de transacciones realizadas, las inversiones a largo plazo y el pago de bienes y servicios serían minúsculamente alterados y por el contrario más beneficiados por la estabilidad en el tipo de cambio.

La fuente del impuesto (monto de bienes o servicios de donde se obtiene lo necesario para pagar el impuesto) en el caso de transacciones de divisas serían las ganancias y dividendos de las operaciones financieras realizadas. En este sentido, las operaciones financieras que involucran compra o venta de divisas al menudeo (por motivos de turismo, compra o venta de bienes y servicios de personas físicas) no serían objeto de exacción, hasta por cierto límite, puesto que estas no se consideran como especulativas.

En el debate sobre el Impuesto Tobin y a fin de no sobrepasar los efectos del tributo en la economía internacional se ha propuesto además, otorgar una exención de pago a las transacciones que son realizadas por los gobiernos nacionales, los bancos centrales y los organismos financieros internacionales, con objeto de otorgarles mayor libertad dentro de un ambiente de defensa de su moneda. Asimismo, se propone la exención del impuesto a las transacciones comerciales dentro de un área de divisas (dólar-euro-yen) para facilitar y no desanimar el funcionamiento del comercio en los bloques comerciales establecidos.

En lo que respecta a la base del impuesto (cantidad sobre la cual se determina el impuesto; es el impuesto de referencia para aplicar una tasa) aún no se tiene del todo precisada la base impositiva, debido a la gran dificultad para determinarla, lo cierto es que se aplicará una banda impositiva dependiendo del objetivo específico de la transacción.

²⁴⁴ Round, Robin; “Time for Tobin” en *New Internationalist*; Canada, Halifax Initiative, Enero-Febrero 2000; No.320

Tobin propuso para el alcance del impuesto (monto o cantidad que relaciona la base del impuesto con una tasa y también se le conoce como rendimiento del impuesto) una tasa de entre el 0.1% y el 0.5%. Como la tasa impositiva es relativamente baja, se puede entender el porqué de su bajo impacto en las inversiones de largo plazo (un 0.5% a la entrada de capital y otro 0.5% a la salida), en tanto que para las inversiones de corto plazo el monto se eleva considerablemente. *

“Suponiendo por ejemplo, que un especulador se anticipa a una apreciación del dólar sobre el euro. Él podría obtener un contrato de venta, por un millón de euros para una semana, recibiendo, al devaluarse el euro, \$1.1 millones de euros. Si, durante la semana, el dólar sube su paridad con el euro, él podría vender el \$1.1 millón de euros, con una ganancia neta de 100 mil euros. Con el Impuesto Tobin, sin embargo, una tasa de 0.5% él tendría que pagar 5000 euros de impuesto cuando compre los dólares y otros \$5500 (para entonces igual a 5500 euros) al revenderlos: impuesto total 10,500 euros, representando un impuesto del 10.5% sobre la ganancia realizada.”²⁴⁵

Dentro de la tasa impositiva de Tobin, el grado de exacción puede ser mayor mientras mayores sean las operaciones a realizar, por ello, para estimar el porcentaje del tributo, se requiere considerar el número de días, semanas o meses en que se establece la transacción. En el caso de operaciones diarias se considerará dentro de una tasa anualizada a los 240 días efectivos del año susceptibles de negocio, así como su multiplicación por dos al tasarse la entrada como la salida de capitales. Consecutivamente, para transacciones realizadas semanalmente se tomarán 52 y para transacciones mensuales 12.

Tasa Tobin efectiva anualizada con periodos diferidos, asumiendo precios cambiarios constantes.

| Tasa Impositiva nominal (%) | Tasa impositiva efectiva (Anual %) | | | | |
|-----------------------------|------------------------------------|----------|-------|-------|---------|
| | 1 día/día comercial | 1 semana | 1 mes | 1 año | 10 años |
| 0.01 | 7.3/4.8 | 1.04 | 0.24 | 0.02 | 0.002 |
| 0.05 | 36.5/24.0 | 5.2 | 1.2 | 0.1 | 0.01 |
| 0.1 | 73/48.0 | 10.4 | 2.4 | 0.2 | 0.02 |

²⁴⁵ Halifax Initiative; “The feasibility of an international Tobin Tax”; Economic Affairs Series, ECON 107 EN(PE 168.215), Marzo 1999

| | | | | | |
|------|-------------|-------|------|-----|------|
| 0.15 | 109.5/72.0 | 15.6 | 3.6 | 0.3 | 0.03 |
| 0.2 | 148/96.0 | 20.8 | 4.8 | 0.4 | 0.04 |
| 0.25 | 182.5/120.0 | 26.0 | 6.0 | 0.5 | 0.05 |
| 0.5 | 365/240 | 52.0 | 12.0 | 1.0 | 0.1 |
| 1.0 | 730/480 | 104.0 | 24.0 | 2.0 | 0.2 |

Nota: día comercial=240 días efectivos en el año

Fuente: Halifax Initiative; "The feasibility of an international Tobin Tax"; Economics Affairs Series, ECON107, EN (PE 168.215), Marzo 1999;

La base tributaria del impuesto es muy amplia y por lo mismo difícil de cuantificar y definir con precisión, al consistir en transacciones de muy corto plazo, de doble dirección y de arbitraje financiero en el mercado interbancario. Empero, la innovación jurídica y los avances tecnológicos permiten hacer salvables estos obstáculos técnicos en la consecución de un impuesto efectivo y viable. Como se observa en la tabla anterior, se puede constatar el horizonte contrario entre inversionistas de corto y de largo plazo, siendo entonces de gran utilidad para desincentivar las transacciones especulativas.

Operaciones financieras en el mercado de valores y capitales, así como en el mercado de dinero serían objeto del Impuesto Tobin, si bien con algunas dificultades en lo que concierne al mercado de derivados, siendo esta plaza la de mayor innovación financiera y complicada dinámica de funcionamiento, lo cual podría prestarse para un mayor esfuerzo por parte de los inversionistas para cubrirse de pago impositivo.

*"Los cuerpos responsables del impuesto tendrían la necesidad de expandir sus alcances en un mercado de valores y derivados siempre en crecimiento."*²⁴⁶

Debe considerarse que en el mercado de derivados ha crecido de 1989 a la fecha en más del 70% y que normalmente en este tipo de plazas financieras se tienen que compensar los montos adeudados, lo cual significaría una reducción en el monto de las divisas actualmente intercambiadas en alguna transacción.

El Impuesto Tobin, independientemente de su efectividad, debe reconocerse como un esfuerzo más por controlar los capitales, considerándolo no como un amarre financiero, sino como un medio de estabilidad cambiaria.

²⁴⁶ Idem

Como en todo impuesto, el implementador o hacedor de políticas (policymaker) no puede soslayar la idea de qué institución u órgano será el encargado de realizar la recaudación del impuesto; no debemos olvidar que parte del éxito en los objetivos primigenios de un impuesto se encuentran entre otros localizados en una eficaz recaudación (cobro de impuesto), a través de la optimización de procesos que permitan la mayor captación de recursos, eficiencia en la gestión, esto último, incluye entonces la reducción de costos en el servicio.

En el ámbito internacional, mucho se ha debatido la circunscripción del órgano recaudador del Impuesto Tobin, por las implicaciones de poder que esto conlleva y originado especialmente por las elevadas sumas de dinero a recaudar (entre 200 y 500 mil millones de dólares anuales).

Algunas especialistas afirman que la fase de planeación e implementación del impuesto, es decir, la fase coordinadora, podría ser realizada efectivamente por un órgano de trascendencia internacional como el Fondo Monetario Internacional o bien el Banco de Pagos Internacionales dado que el impuesto al ser realizado en el conjunto del sistema monetario internacional, sería de gran utilidad un órgano multilateral que organizara y coaccionara al sistema.

“La planeación e implementación en la recaudación del impuesto tendría que ser hecho por un cuerpo internacional tal como el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, una agencia de las Naciones Unidas o el banco de Pagos Internacionales para evitar deformaciones en los sistemas financieros.”²⁴⁷

La intervención de un organismo financiero internacional ya sea creado expresamente para la función planeadora e implementadora tiene como una de sus principales características la de ser una institución de coacción, esto es, obligar a los mercados financieros domésticos a adherirse a determinada política económica con respecto a los flujos financieros internacionales, ya que cualquier asimetría en la disposición de los países a recibir flujos de capital podría de hecho favorecer a unos mercados más que a otros, resultando en

²⁴⁷ Halifax Initiative; “Currency speculation control options”; Canada, Halifax Initiative, 1996

consecuencia en severas penalizaciones para aquellos países que utilicen el impuesto de aquellos países que no lo utilicen.

Esta última premisa ha sido analizada en diferentes foros, desembocando en la conclusión de un impuesto internacional en toda la extensión, lo cual obligaría a que todos los mercados incluyeran dentro de sus políticas financieras la aplicación del Impuesto Tobin. En el escenario eventual de la aplicación del impuesto por parte de un cierto número de países, se ha propuesto que el organismo financiero multilateral coordinador, por ejemplo el Fondo Monetario Internacional, podría sancionar a los países que no estuvieran dispuestos a aplicar el impuesto con la cancelación de sus derechos dentro del órgano y la condición de la aplicación del Impuesto Tobin para ingresar a él.

“Se sugirió que el problema de evasión vía países no participantes podría ser fuertemente reducido si la aplicación del impuesto fuera una condición para ser miembro del Fondo monetario y sujeto de crédito. El profesor Tobin también sugirió que aquellos países que aplican el impuesto podrían generar la mayoría de los fondos y para ello tendrían que imponer el tributo en transferencias a aquellos pequeños centros en los cuales no se aplica el impuesto.”²⁴⁸

La anterior afirmación ha de radicar en todo momento en una nueva dinámica del sistema financiero internacional, a decir de los economistas a favor de este cambio en una nueva arquitectura financiera internacional, en la cual las instituciones surgidas de los Acuerdos de Bretton Woods habrían de modificar su papel hasta ahora realizado.

James Tobin señaló además dentro del documento “A proposal for international monetary reform”²⁴⁹, que si bien la planeación y organización del impuesto a las transacciones internacionales de divisas debía ser cumplida por un órgano internacional, la recaudación directa del impuesto debía ser realizado ahí donde tuvieran lugar las transacciones financieras. Los gobiernos de los Estados o bien los bancos centrales respectivos serían los órganos responsables de recaudar el capital que ingresara por concepto del impuesto.

²⁴⁸ Halifax Initiative 1999; op. cit. p.10

²⁴⁹ Tobin, James; “A proposal for international monetary reform”; USA, Eastern Economic Journal, 1978; p.153-159

“Los bancos o los gobiernos nacionales deberían ser los organismos recaudadores. Las transacciones se deberían tasar en el lugar donde se negocian, en el mercado en que se realice la transacción mejor que en los lugares donde se contabilizan, ya que podrían contabilizar sólo las transacciones netas.”²⁵⁰

Por otro lado, Tobin enfatizó la necesidad de una equitativa distribución de los ingresos producto del impuesto. Al respecto, en los últimos años se ha profundizado acerca del trascendente papel que tendrían los recursos ingresados vía Impuesto Tobin. En su oportunidad, se estableció la considerable suma de recursos que podría obtenerse por la implementación del impuesto a transacciones de divisas. Si se calcula que en 1996 las transacciones en divisas por día registraban un monto de 1.3 billones de dólares, para el 2000 se ha calculado un monto de 1.8 billones de dólares diarios, de los cuales, menos del 5% corresponden a transacciones que tienen como fin la cancelación de bienes y servicios, de ahí deriva que de acuerdo a la proporción del Impuesto Tobin (0.1 al 0.5% en función del propósito específico de la transacción) sobre los movimientos en divisas, se estima que los ingresos por esta vía ascenderían en alrededor de 200 y 500 mil millones de dólares anuales, cifra en cualquier sentido de interés para los gobiernos nacionales.

En tal circunstancia habría de considerarse que, de asumir la propuesta de Tobin al pie de la letra, los organismos financieros multilaterales tendrían a su cargo la organización del Impuesto y los gobiernos de los Estados la recaudación, mismos que de acuerdo con Tobin serían quienes se quedarían con la mayoría de los ingresos. De esta razón, se entiende entonces que los ingresos vía Impuesto Tobin se encontrarían en razón proporcional al número de transacciones realizadas en el mercado financiero doméstico.

Según datos de 1998 la proporción por país de transacciones realizadas en ese año en el mercado de divisas fue el siguiente: Reino Unido (32%), Estados Unidos (18%), Japón (8%), Singapur (7%), Alemania (5%), Suiza, Hong Kong y Francia (4%). Los porcentajes precedentes darían la proporción del capital ingresado vía impuesto Tobin. El Reino Unido, por ejemplo, mantendría alrededor de la tercera parte de lo recaudado, mientras que los

²⁵⁰ Halifax Initiative 1996; op. cit. p.9

Estados Unidos se conformarían con apenas una quinta parte de lo ingresado. De igual modo, los países emergentes obtendrían una proporción mínima -aunque aún considerable- de recursos, alrededor del 5% en conjunto.

Para evitar mayores disparidades, Tobin, propuso que el 50% de lo recaudado fuera transferido a las organizaciones multilaterales como medios de financiamiento y el otro 50% permaneciera en poder de los gobiernos recaudadores. Sin embargo, esta situación entraña grandes divergencias políticas por las implicaciones que tiene el financiamiento de organismos como el Fondo Monetario Internacional en la política exterior de los Estados Unidos.

*"El gran reto será persuadir al Grupo de los 7 y sobre todo, a los Estados Unidos, para que acepten la pérdida de influencia que afrontarían en el momento en que estas organizaciones tuvieran una fuente de ingresos más independiente."*²⁵¹

Ciertamente existen más que barreras técnicas, barreras políticas a la implementación del Impuesto Tobin.

Algunos otros autores como Karl y Langmore proponen que en aras de hacer más equitativa la distribución de los ingresos, los países en vías de desarrollo con menos ingresos retengan el 100% de la recaudación, los países con ingresos mayores un 90% y los países con altos ingresos, un 80% de lo recaudado, el resto sería transferido al financiamiento de instituciones multilaterales.

La fase de distribución de ingresos por el concepto de impuesto a las transacciones de divisas puede ser uno de los principales retos a vencer en la aplicación del Impuesto Tobin; a pesar de ello, la propuesta de James Tobin no deja de ser interesante desde el ámbito de la utilización de esos recursos:

"En la economía globalizada, hay una carencia de inversión adecuada para problemas globales como las enfermedades, pobreza y hambre."

²⁵¹ Canitrot Revilla, Carlos y Marco, Pablo; "¿Ha llegado la hora de un Impuesto Tobin?"; Reino Unido, OXFAM GB, Mayo 1999; p.10

*Cambios en el clima global, deforestación, crecimiento poblacional y desempleo, baja en la producción pesquera y contaminación amenazan a la comunidad mundial.*²⁵²

El Impuesto Tobin no tiene su razón de ser únicamente en la reducción de volatilidad especulativa, sino que integra una serie de principios a los cuales dar solución, a partir de los recursos obtenidos.

Uno de estos objetivos a cumplir es el financiamiento a organismos multilaterales, como FMI, Banco Mundial, Naciones Unidas, Banco de Pagos Internacionales, etc. Se estima que el presupuesto anual del total de organismos multilaterales al año es de poco más de 20 billones de dólares. Si consideramos que con el Impuesto Tobin se recaudarían entre 200 y 500 mil millones de dólares anuales, y si se adopta la propuesta que del total de recursos recaudados, 50% sea destinado al financiamiento de estas instituciones, se entenderá la importancia e impacto que tendría la implementación del impuesto en el financiamiento de programas de desarrollo, contra la pobreza, de seguridad social, así como de un papel más participativo de estas instituciones en respaldo hacia países que se encontraran en condiciones de crisis financiera.

Asimismo, la iniciativa del Impuesto Tobin integra la posibilidad de disponer de los recursos que los gobiernos recauden para utilizarlos en tareas de subsistencia humanitaria, protección ecológica y de fortalecimiento de los mercados de capitales emergentes, con objeto de reducir las diferencias existentes entre países pobres, sobre todo en materia económica y social.

*“Es esencial que las bases de las propuestas de políticas se enfoquen en la priorización de beneficios que satisfagan las primeras necesidades humanas y ambientales.”*²⁵³

Se calcula de acuerdo a informes del Banco Mundial que el costo para erradicar las condiciones más precarias de pobreza y marginación en el mundo ascienden anualmente a

²⁵² CEED; “Fact sheet on Tobin Taxes”; USA, Center for Environmental Economic Development, 1999;

²⁵³ CEED; “Policy proposal for Tobin Tax implementation”; USA, Center for Environmental Economic Development, 1999;

230 mil millones de dólares, monto el cual podría ser sufragado por los ingresos del Impuesto Tobin.

Queda claro que el carácter social y económico del impuesto se encuentra perfectamente localizado en la propuesta, sin embargo, la escisión existente entre los actores puede que haga complejos el uso de tales recursos para los fines mencionados.

5.2.3 Viabilidad

Como en toda propuesta de impuesto, es indispensable analizar la viabilidad o factibilidad en la implementación de una contribución. En el caso del Impuesto sobre transacciones de divisas denominado Tobin, existen argumentos a favor y en contra que son analizados brevemente a continuación.

El Impuesto Tobin al ser parte de una corriente ideológica que pugna por la regulación de los flujos financieros fundamentalmente especulativos establece su razón de ser en la recurrencia de crisis financieras, muchas de ellas, originadas o profundizadas por la volatilidad en los mercados financieros, que desestabilizan economías enteras e impactando severamente el modo de vida de sus habitantes, de ahí que esta sea la idea primigenia para apoyar la creación del impuesto. Recordemos que la viabilidad de cualquier proyecto radica en buena medida en los motivos o deseos para que este sea realizado.

“De acuerdo con sus defensores, un impuesto sobre las transacciones de divisas sería un elemento estratégico de la gestión financiera global, pues podría: 1) Reducir los flujos de divisas y capitales de corto plazo y especulativos, 2) estimular la autonomía de la política nacional y 3) Restablecer la capacidad impositiva de los Estados-nación, afectada por la internacionalización de los mercados.”²⁵⁴

Al ser un impuesto el objeto que nos ocupa, es necesario considerar el elemento técnico, aspecto básico en su implementación, sobre todo por las implicaciones que este tiene en el ámbito internacional.

²⁵⁴ Canitrot Revilla; op. cit. p.5

Quienes apoyan la instrumentación del Impuesto Tobin aseveran que no hay obstáculos técnicos insalvables. Si la exacción es realizada sobre las transacciones de divisas y es cobrable ahí donde se efectúa, la duda manifiesta es cómo aplicar el impuesto sobre un mercado atizado de medios susceptibles para la evasión?. Tal es el caso del mercado de derivados, plaza donde se compran y venden equivalentes de valores que se encuentran en el mercado y que fundan su valor en función del movimiento de aquel si se impone un tributo de manera directa sobre las transacciones en divisas, los inversionistas recurrirán en consecuencia al mercado de derivados a efecto de cubrirse sobre transacciones futuras y si consideramos que en derivados, la innovación financiera ha crecido enormemente se entenderá la también creciente posibilidad de evasión en este mercado. Sin embargo, especialistas argumentan que los inversionistas al construir posiciones equivalentes en derivados como los tendrían en instrumentos al contado, las transacciones en derivados podría ser tasadas, aunque con cierta dificultad.

“Todos los impuestos son evadidos en alguna forma y nunca capturan el entero de la corriente de ingresos que son tasados por el impuesto. Sin embargo, este argumento sólo nunca disuade a los gobiernos para recaudar impuestos.”²⁵⁵

Ciertamente, una característica de los flujos especulativos es su corta estancia en el mercado financiero doméstico y la nula información que en algunos de ellos se le solicita, como es el caso de los paraísos fiscales. Muchos de los inversionistas estarían dispuestos a colocar sus capitales en esta clase de mercados, mismos que requieren para su entrada y estadía de un mínimo de requisitos. Tobin propone para evitar esta situación, medidas de carácter sancionatorio. Islas Caimán, Canarias, etc. estarían entonces en posición de ser objeto de cobro por parte de los países que tienen en aplicación el impuesto, desincentivando el ingreso de capitales a estos mercados, lo cual constituye una especie de bloqueo financiero. En este sentido, la posibilidad de realización del Impuesto Tobin se basa en la efectiva coordinación fiscal por parte de los diferentes centros financieros del mundo para implementar un bloqueo a los paraísos fiscales; buena parte de ello dependerá

²⁵⁵ Halifax Initiative; “The Tobin Tax: debunking some myths”; Canada, Halifax Initiative, 2000;

del organismo supervisor que bien puede ser creado expreso para esta causa o bien aboearse uno ya existente.

Asimismo, la aceptabilidad del impuesto Tobin esta relacionada con la capacidad del sistema financiero internacional para rastrear a los flujos de capitales —que pueden ser transferidos hasta varias veces en un mismo día- del mercado mexicano a uno del otro lado del mundo.

“Un Impuesto Tobin puede ser difícil de evadir, porque las operaciones en divisas son rastreadas electrónicamente; en teoría el impuesto sería fácil de recaudar a través de los sistemas computarizados que registran cada transacción.”²⁵⁶

Elemento adicional de quienes afirman la plena viabilidad del Impuesto Tobin se encuentra en el reducido impacto que este tendría en el comercio internacional, imponiéndose una tasa de apenas una décima de punto, lo cual incluso colaboraría —en el conjunto de efectos del impuesto- en mayor estabilidad cambiaria y en mayores posibilidades de inversión a mediano y largo plazo. La viabilidad del impuesto se encuentra para muchos, cimentada en una reducida afectación sobre el comercio internacional, que tendría en igual manera efectos sobre la producción y el empleo.

En el caso de capitales en cartera, necesariamente desincentivaría su elevada movilidad, impactando la formación de capital (ahorro-inversión). A pesar de ello, por excesiva que fuera esta reducción, la movilidad de capitales especulativos continuaría siendo enorme.

En contraparte, los detractores del Impuesto Tobin son muchos, precisamente aquellos que se han visto beneficiados por el actual modelo capitalista de acumulación del capital, aquellos que se han cultivado en las ideas del mercado como dador y distribuidor absoluto de riqueza.

El Impuesto Tobin, al ser una exacción a la compra y venta de divisas en el ámbito internacional implica una estrecha coordinación fiscal por parte de los diferentes países que lo utilicen —esto desde el punto de vista administrativo. Desde el punto de vista político y económico, el Impuesto Tobin enfrenta a sus principales adversarios.

²⁵⁶ Round, Robin; op. cit. p.4

*“La discusión acerca de los impuestos sobre transacciones de divisas esta centrada en problemas técnicos y políticos. Los problemas técnicos lo son a su vez políticos, en el sentido de que provienen de teorías económicas diferentes.”*²⁵⁷

El devenir histórico ha realzado las diferencias sobre las corrientes económicas y políticas: Keynes y el intervencionismo estatal y Friedman y la economía de mercado son dos corrientes económicas que han moldeado la historia política capitalista del siglo XX. En los albores del siglo XXI, debe reconocerse que la instrumentación del Impuesto Tobin entraña nuevamente el retorno a un Estado preocupado por la situación económica internacional, sistema el cual, en manos del libre mercado ha perpetuado un movimiento de capitales prácticamente sin ley ni muro que los obstruya. Así pues, el principal obstáculo para instrumentar un impuesto sobre transacciones de divisas no lo es el aspecto técnico, sino el político y el económico, dado los inmensos intereses que significaría la formación de riqueza en base (en su mayoría) a la colocación en portafolios, intereses que significan poder político, mismo que se encuentra subordinado a la conveniencia de los inversionistas indiferentes a los posibles efectos que sus acciones puedan tener en las economías que los albergan.

*“El impuesto es visto como una amenaza por la comunidad financiera y es rehuido con rigida resistencia por un sector con sólida fuerza política.”*²⁵⁸

Más aún, la oposición de los Estados Unidos y la reticencia con la cual se pronuncian al respecto los organismos financieros multilaterales, dejan entrever la poca disposición de los gobiernos e instituciones poderosos a tan siquiera analizar la idea de imponer barreras a los capitales especulativos. Muy probablemente, tal indiferencia se deba a la poca o nula alteración de sus economías frente a episodios de crisis que afectan a países emergentes.

²⁵⁷ Canitrot Revilla; op. cit. p.10

²⁵⁸ Round, Robin; op. cit. p.2

Por tanto, la viabilidad política del Impuesto Tobin estará sujeta a la apropiación de trastornos mácroeconómicos producto de crisis financieras en países desarrollados o lo que es igual, en tanto los Estados Unidos o comunidad europea no experimenten episodios de crisis que pongan en riesgo su estabilidad financiera, la viabilidad política de este impuesto será sólo un esbozo de resistencia contra los capitales de corto plazo.

Económicamente, los costos y formación del capital son los dos principales argumentos esgrimidos por las grandes empresas que cotizan en bolsa, intermediarios financieros e inversionistas independientes para no aceptar la instauración de un impuesto sobre transacciones de divisas.

“El principal argumento contra los impuestos a transacciones financieras es que ellos reducen la eficiencia del mercado.”²⁵⁹

Si lo que se busca es reducir la volatilidad sobre los flujos de capitales, especialmente especulativos, necesariamente se incidirá en la capacidad de estos para generar ganancias, al verse limitada su capacidad de inversión transfronterizas y de mercado a mercado. En circunstancia obvia, los inversionistas en cartera se niegan tajantemente a cualquier medida que implique el deterioro de sus capacidades inversoras, afirmando que, decisiones tomadas hacia ese objeto, repercutirán directamente en el volumen de inversiones y beneficios aportados a las economías. Además, la instrumentación de un Impuesto Tobin, al gravar las transacciones de divisas, afectará directamente el nivel de ganancias percibido por los colocadores, en razón de a mayor transacciones mayor impuesto, por lo tanto, el costo de capital se incrementará de forma importante en las inversiones de cartera, provocando el deseo de los inversionistas por evadir el impuesto.

“En términos de la efectiva implementación del impuesto, la movilidad de las transacciones financieras podría hacer del impuesto fácil de evadir, a menos que el impuesto fuera acordado internacionalmente y administrado por cada gobierno.”²⁶⁰

²⁵⁹ G. Stotsky, Janet; “Why a two-tier Tobin Tax wont work” en *Finance & Development*; USA, IMF, Junio 1996;

²⁶⁰ Idem

Quiénes argumentan en contra del Impuesto Tobin por ser económicamente inviable, tienen razón desde la perspectiva de un gran inversionista. George Soros, magnate británico apostó 10 mil millones de dólares a la libra esterlina y obligó al banco central a intervenir para evitar una estrepitosa devaluación de la libra. Soros ganó 2 mil millones de dólares en dicha transacciones.

Hay que destacar que el Impuesto Tobin no es el invento del siglo, que solucionará todos los problemas de la humanidad. El Impuesto Tobin como bien dicen algunos, no detendrá a un inversionista que corre riesgo de perder todo su patrimonio en una devaluación. Cierto.

El Impuesto Tobin ha de percibirse como viable económicamente en el entendido de prevenir las crisis financieras, reduciendo la vulnerabilidad de las economías ante estas coyunturas, por supuesto, si esto es lo que se busca.

Técnicamente, las condiciones en las que se implementa el impuesto no son sencillas, pero tampoco insalvables. Los detractores del impuesto pueden validamente argumentar limitantes administrativas al tributo, lo cierto es, que ningún impuesto es perfecto y que, si la innovación financiera ha crecido tanto para satisfacer las necesidades de los inversionistas, la innovación jurídica y administrativa puede hacer lo propio para hacer del impuesto más eficiente y eficaz.

Sin embargo, James Tobin reconoce que su idea puede ser mejorada. Al respecto, Paul Bernd Spahn señala:

“Como un impuesto a transacciones puro, el Impuesto Tobin podría no ser efectivo. Porque de problemas en el camino esta estructurado el impuesto propuesto podría perjudicar las operaciones de los mercados financieros internacionales y crear problemas de liquidez fuera de episodios especulativos.”²⁶¹

De acuerdo con Spahn, el Impuesto Tobin al imponer una banda porcentual (0.1 al 0.5%) bajo cualquier circunstancia, abre la posibilidad de iliquidez de los mercados en tiempo de

²⁶¹ Spahn, Paul Bernd; “The Tobin Tax and exchange rate stability” en **Finance & Development**; USA, IMF, Junio 1996

relativa calma financiera. Para evitar esto, Spahn propone agregar al Impuesto Tobin una banda más de exacción. Una banda de bajo porcentaje para transacciones normales y otra banda más elevada que cargue una comisión cambiaria a las transacciones de muy corto plazo durante episodios de ataques especulativos a una moneda. Bajo un impuesto de doble banda, los gobiernos podrían evitar la intervención del banco central o la reducción de reservas.

En síntesis, la viabilidad del Impuesto Tobin, ya sea desde el punto de vista técnico, económico o político, radica en buena medida en la voluntad de la comunidad internacional en transformar las instituciones encargadas de vigilar la estabilidad monetaria mundial surgidas de Bretton Woods y la disposición a asumir responsabilidades en el papel de recaudación y coordinación fiscal; en el caso de la distribución de los recursos obtenidos por el impuesto muy probablemente se requiera en un principio de hacer a un lado los propósitos altruistas de estos, con objeto de incrementar sus posibilidades de implementación.

5.2.4 Escenarios Posibles

5.2.4.1 Nacional

El Impuesto Tobin como propuesta puede ser instrumentado bajo el principio de autonomía y soberanía de las naciones como un impuesto unilateral por parte de cualquier gobierno que busque reducir la volatilidad de los capitales en cartera de su economía. El propósito en sí resulta legítimo, sin embargo, los costos que esta decisión implica, seguramente significarán graves problemas para dicha economía.

Al ser un impuesto a las transacciones en divisa, es decir, la acción de comprar y vender divisas para distintos fines (comercio, renta, especulación) y al encontrarse los inversionistas en un ambiente de elección de mercados, sustituirán la entrada a dicho mercado por cualquier otro que no les imponga gravamen. Financiera y económicamente hablando, resultará altamente inviable el imponer el Impuesto Tobin, al ser penalizado dicho mercado por los inversionistas internacionales, sobre todo si este es instrumentado por un mercado de los llamados emergentes como México. En la ocurrencia de la instrumentación del impuesto por parte de un mercado industrializado (por ejemplo alguno del Grupo de los 7), las condiciones variarán moderadamente. Habrá que reconocer

entonces, que las decisiones que asuma alguno de los gobiernos del G-7 en la materia resultarán distintas, si bien no absolutas, en cuanto al impacto dentro del ánimo de inversionistas, debido a que un alto porcentaje de los capitales en cartera que circulan tienen sus centros financieros en esos países, además de que, la seguridad financiera que otorgan estos mercados es significativamente mayor que la de economías emergentes.

El gran reto en el escenario nacional se conforma del aspecto político, esfera desde la cual habrán de surgir los primeros signos de inconformidad ante la volatilidad especulativa de los grandes inversionistas, lo cual producirá una papa caliente para los partidos políticos, quienes utilizarán cualquier falla en el tema para incriminar al contrario.

Así pues, en términos técnicos la implementación del Impuesto Tobin resultará significativamente más fácil, no requiriéndose firma ni protocolo exterior alguno. La coordinación fiscal se instrumentará para el mercado interno, atendiéndose en consecuencia únicamente las especificidades y requerimientos propios del mercado financiero doméstico.

En México, el aspecto técnico administrativo de la vigilancia, recaudación y administración del Impuesto Tobin, correspondería efectivamente a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, siendo esta Secretaría por ley la responsable de cobrar los impuestos, contribuciones de mejoras, derechos, productos y aprovechamientos federales en los términos de las leyes aplicables y el vigilar y asegurar el cumplimiento de las disposiciones fiscales.

Para cumplir su tarea, la estructura administrativa de la SHCP está dotada de un área dedicada expreso para la recaudación. El Servicio de Administración Tributaria es quien determina, liquida y recauda los impuestos y demás ingresos públicos a cargo de la Subsecretaría de Ingresos.

Cabe mencionar que con la autonomía técnica propia del SAT, se facilitaría el control de los recursos exaccionados por la mejor toma de resoluciones. El SAT al ser el órgano que exaccionaría, se encontraría estrechamente relacionado con el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para verificar todo movimiento realizado por los inversionistas y conocer quien y en qué invierten. Aquí la cuestión sería idear mecanismos que logran alcanzar el margen temporal en el que se dan las inversiones e identificar datos que combinados aporten información sobre las transacciones y se evite al máximo la evasión fiscal. Es importante recalcar este punto, toda vez que el gran problema con las inversiones en cartera

es precisamente su imprevisible permanencia en el mercado mexicano, pudiendo incluso entrar y salir varias veces en un mismo día. La administración pública por tanto, tienen en este tenor una tarea importante de innovación técnica administrativa, que bien podría consistir en un registro computarizado que diera seguimiento a la entrada de capitales a partir de aglutinar los datos de los intermediarios financieros y sus operaciones y continuar el control diario de capitales que ingresan y egresan y conocer los movimientos de los inversionistas, para que al solicitar también permiso para egresar (control de capitales) se cobre el impuesto respectivo, tarea toda ella, responsabilidad de la administración pública mexicana. Esto claro, corresponde al SAT en coordinación con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores como órgano asesor y regulador del mercado de valores, así como con las direcciones respectivas de la SHCP como la Dirección General de Asuntos Hacendarios Internacionales.

Hablando ya del manejo de tales recursos provenientes del Impuesto Tobin, correspondería a la tesorería de la Federación el concentrar, custodiar, vigilar y situar los fondos provenientes de la aplicación del impuesto.

En este sentido, las voces que apoyan el Impuesto sobre transacciones de divisas sostienen que por los montos considerables que se recaudaría con el impuesto, es recomendable crear un órgano especializado en este. Particularmente en México, el SAT posee el soporte técnico y jurídico necesario para recaudar el gravamen; por supuesto, en el entendido de ser implementado se requeriría de una dirección o área especial que diera seguimiento a los movimientos bursátiles para cobrar el impuesto.

Si partimos que nuestro país tiene ingresos y egresos de divisas por alrededor de 400 mil millones de dólares anuales (dato de 1999) el impuesto aportaría un ingreso para el erario público por un aproximado de 18 a 20 mil millones de pesos anuales. Cabe aclarar que siendo México una economía de las llamadas emergentes, y que éstas en conjunto sólo reciben alrededor del 5% de las transacciones de divisas internacionales, el ingreso producto del impuesto va también en esa medida. Sin embargo, el beneficio del Impuesto Tobin no debe verse sólo por el lado económico, sino también por el aspecto de mayor estabilidad financiera a las economías.

Por lo demás, el Impuesto Tobin entrañará serias penalizaciones para los gobiernos que “osaran” atentar contra la libertad de los flujos en cartera. Recordemos que estando en un mercado donde existe competencia, es fácil cambiar de zona de inversión.

5.2.4.2 Bloque

Considerando como bloque a un grupo de países con intereses en común, podríamos contar entre estos al bloque de países emergentes, bloque de países desarrollados o bien bloques económicos y comerciales bien definidos como la Unión Europea. Cada uno de estos conglomerados de países tendrán resultados diferenciados en la posible instauración del Impuesto Tobin en sus zonas de competencia.

La instauración de un impuesto Tobin por parte de economías emergentes, mercados todos ellos subdesarrollados y aportando apenas el 5% de los movimientos internacionales de capital, se entenderá el escaso impacto que pueden tener dentro de la especulación internacional. Es de destacar que siendo mercados dependientes en buena medida de las decisiones y dinámica propia de los mercados desarrollados, las economías emergentes sólo tienen posibilidad de afectar a los flujos en cartera en su volatilidad en tanto se logre una efectiva coordinación fiscal y monetaria que optimice las técnicas impositivas y recaudatorias en todos los centros emergentes, enfatizando que al tener una marginal participación dentro de las transacciones de divisas mundiales, la reducción de la volatilidad internacional será mínima. En cuanto a la penalización de que sean objeto los mercados emergentes por la instrumentación del Impuesto Tobin, esta se resentirá en menor medida que en el caso de un impuesto meramente nacional, es decir, adoptado por un solo país, además que mientras se mantengan elevados diferenciales de rendimiento y tasas de interés con respecto de los mercados industrializados, los capitales continuarán fluyendo.

El uso del Impuesto Tobin por mercados industrializados (G-7) impactará considerablemente la funcionalidad del sistema financiero internacional, en términos de menor volatilidad financiera. Sin embargo, hay que reconocer que de todos los escenarios, éste es el más difícil de lograrse, dado que, siendo mercados financieros maduros, no son afectados en forma considerable por los altibajos en el ánimo de los inversionistas en cartera, por lo cual se muestran sonoramente indiferentes a la intención del impuesto. De

hecho, en el supuesto de realizarse el gravamen por el G-7, significaría una transformación radical de los principios financieros que han regido en los últimos años a la globalización, contraviniendo de facto los intereses de los grandes capitales que en ellos residen.

En el caso de la Unión Europea y siendo todos ellos, países con un alto grado de desarrollo financiero, tendrían efectos elevados en la movilidad de los flujos. Hay que agregar que, sin la participación de los Estados Unidos, la Unión Europea tendría un impacto relativamente menor en el caso de la implementación del impuesto por el G-7 en la consecución de objetivos del impuesto. De cualquier forma, el hecho de instrumentarlo, sería un fuerte elemento de presión para los E.U. para integrarse al gravamen. Técnicamente, el Impuesto Tobin encontraría el camino allanado, gracias al trabajo comenzado por la Unión Monetaria Europea (EMU) en materia monetaria.

5.2.4.3 Internacional

De acuerdo con James Tobin, la opción de implementación del impuesto, por el total de la comunidad internacional resulta la alternativa óptima de aplicación impositiva.

*"A menos que se imponga un impuesto uniforme a nivel mundial para todos los instrumentos del mercado de divisas, el impuesto será muy poco efectivo."*²⁶²

Ciertamente el reto técnico es grande, dado la ardua labor en materia de coordinación fiscal necesaria para utilizar al Impuesto Tobin como ariete contra la especulación internacional; de esta manera, el elemento técnico consistirá en adecuar las estructuras financieras domésticas para el nuevo papel regulador que habrán de cumplir, así como las instituciones financieras internacionales que ocuparían un lugar fundamental en la consecución de éxitos en el Impuesto Tobin.

Con un Impuesto Tobin aceptado por la comunidad internacional, sería mucho más fácil coaccionar a aquellos que se resistieran a instrumentarlo, como podrían serlo los paraísos

²⁶² Schmidt, Rodney, "Taxing international short term capital"; France, ATTAC, 1994; p.6

fiscales u off shore, maximizando la efectividad del impuesto y cerrando cada vez más las posibilidades de evasión impositiva.

Económicamente, el Impuesto Tobin alcanzaría sus objetivos planteados por el economista laureado con el Nobel, afectando de manera considerable los retornos de los capitales especulativos y transmitiendo al sistema financiero internacional un ambiente de mayor estabilidad en los tipos de cambio, estabilidad que podríamos considerar preventiva, y que daría una nueva herramienta fiscal y cambiaría a los gobiernos nacionales para enfrentar burbujas especulativas y tipos de cambio sobrevaluados.

En términos políticos el Impuesto Tobin revolucionaría la perspectiva de la globalización, otorgando un nuevo cariz a la lucha por el poder que sirve a los grandes capitales, imponiendo un globalismo más ordenado y ético. Lograr políticamente la aplicación del Impuesto Tobin significaría un cambio importante en la perspectiva que nuestros gobernantes tienen sobre la economía de mercado.

5.2.5 La Administración Pública y el Impuesto Tobin

Habiendo analizado los diferentes escenarios en los que el Impuesto Tobin puede aplicarse, es necesaria una breve reflexión sobre lo que el Impuesto Tobin implica para una administración pública como la mexicana, así como las ventajas y desventajas que este encuentra en la misma.

Como ya lo señalamos, el gobierno mexicano busca a través de las instituciones de la administración pública satisfacer las necesidades de la población y para ello, requiere en un inicio de estabilidad económica, política y social.

En un escenario donde las economías globalizadas tienden a depender unas de otras y a transmitirse tanto los efectos de bonanza económica como también las crisis económicas, el Impuesto Tobin viene a ser una herramienta sumamente útil para la administración pública mexicana para reducir la volatilidad de los flujos en cartera, al establecerse un impuesto que resulta válido en tanto que los capitales buscan obtener una ganancia al entrar al mercado nacional. En ese sentido, desde la perspectiva de la administración pública mexicana, el Impuesto Tobin no ha de verse como mero medio de obtener recursos para el erario público, sino que ha de dimensionarse como un instrumento de política económicas y

fiscal que redituará una mejor posición para la administración pública en cuanto a regulación y controles financieros se refieren.

Si con la globalización económica, la administración pública mexicana se ha visto mermada en cuanto a sus capacidades de control e intervención directa en el sistema financiero nacional que incluye también al mercado de valores, con el Impuesto Tobin la estructura gubernamental recuperaría una parte de su eficacia en materia económica, al controlar de manera más certera la entrada y salida de capitales.

Como economía emergente, sabemos que los mercados se comportan más inestables dada la imperfección de éstos, por lo cual con el Impuesto Tobin también la administración pública mexicana establecería mecanismos mediante los que se reducirían los movimientos erráticos que vienen del exterior, otorgando al país mayor independencia para alcanzar las metas macroeconómicas fijadas por el Ejecutivo Federal.

Ahora bien, el Impuesto Tobin contiene en sí, como ya lo hemos constatado, ventajas muy importantes en el terreno de regulación financiera, así como aportador de recursos considerables para el erario público, mismos que servirán para financiar el gasto público.

Sin embargo, la administración pública mexicana encuentra hoy día limitadas sus capacidades de gestión y promoción del desarrollo, ya no sólo por factores exógenos, sino también por imperfecciones propias del aparato estatal; la corrupción en la burocracia, procesos administrativos poco eficientes que imposibilitan claros y efectivos controles financieros, prevendas en las altas esferas del poder e incluso un explícito apoyo al libre mercado sin obstáculos jurídicos y administrativos, hacen de la administración pública mexicana flanco de continuidad en las políticas impulsadas desde el exterior.

De entrada, la administración pública mexicana se encuentra con capacidades disminuidas para aplicar el Impuesto Tobin y obtener todo el provecho de éste. Si bien, dentro de la SHCP se encuentran áreas que pueden administrar el impuesto, las condiciones del entorno financiero nacional se encuentran a la fecha aún viciadas por procedimientos de antaño conocidos que evidencian corruptelas en el sistema financiero como lo fue en su momento el Fobaproa, de tal suerte que la administración pública en México, con la estructura institucional que cuenta no puede obtener el máximo de resultados que un Impuesto Tobin aportaría.

De esta forma, es imperativo que no sólo se apoye al Impuesto, sino que las instituciones responsables de él logren plena efectividad en su ejercicio. En este sentido, el Ejecutivo Federal habría de realizar importantes esfuerzos por eliminar los vicios por años afianzados en las instituciones reguladoras del SFM, no sólo por la aplicación del Impuesto Tobin, sino por el hecho de mejorar sustancialmente la recaudación de todos los impuestos.

Para la administración pública mexicana, la implementación del Impuesto puede no ser tan fácil como para otras administraciones extranjeras. Una desventaja del Impuesto sería entonces la complejidad inicial del mismo; la administración pública debe garantizar el mínimo de errores en el control de capitales, a fin de no inhibir en exceso su ingreso, lo que se busca es reducir la volatilidad financiera y hacerla más manejable por los gobiernos locales, no eliminar del mercado los flujos en cartera.

De lograrse a nivel internacional la aprobación de un Impuesto Tobin, el gobierno mexicano habría de realizar cambios no en la estructura, pero sí en los procesos administrativos internos de la administración pública que garantizaran un correcto cobro del impuesto, evitando al máximo la evasión y lograr con ello mejores resultados en el control de la volatilidad financiera.

El Impuesto Tobin como vemos, tiene grandes virtudes, pero también retos que resolver por la autoridad hacendaria; en pro del impuesto, alrededor del mundo se han organizado muchas instituciones que buscan darle cauce al crecimiento nacional, a continuación se señalan los principales.

5.2.6 El Impuesto Tobin Hoy

Los graves daños que han ocasionado los flujos internacionales de capital colocados en cartera, muchos de ellos especulativos, han incrementado el sentimiento de rechazo a la globalización económica salvaje y a decir de algunos “inmoral” e “inhumana” que se ha seguido en las últimas décadas.

Tal circunstancia ha alentado los deseos por instrumentar un gravamen como el Impuesto Tobin para frenar la burbuja especulativa mundial, que se ha manifestado en México, Asia, Rusia y Brasil en los últimos años.

Al efecto se han conformado asociaciones civiles (ONG's), ecologistas, políticos, iglesias, profesionistas, etc., que en todo el mundo promueven el Impuesto Tobin.

En Canadá, la Iniciativa Halifax es una coalición de grupos ecologistas, de promoción del desarrollo, de la justicia social y de la Iglesia, sin ánimo de lucro.

En Estados Unidos, existe la Iniciativa del Impuesto Tobin en California, encabezada por el Center for Environmental Economic Development, que recientemente lanzó una declaración firmada por ciudadanos y organizaciones en San Francisco, con apoyo de académicos, abogados, grupos ecologistas y de promoción del desarrollo.²⁶³

En Gran Bretaña la organización ciudadana War on Want lanzó una propuesta de apoyo al Impuesto Tobin en abril de 1999.

En Francia la Asociación para la Tasación de las Transacciones Financieras y la Ayuda a los Ciudadanos (ATTAC) se lanzó a partir del artículo "Desarmar a los mercados" publicado en *Le Monde Diplomatique* por Ignacio Ramoret en diciembre de 1997. ATTAC se constituyó oficialmente en junio de 1998 por un grupo de empresas editoriales, sindicatos y asociaciones (entre otras, la mayor asociación de desempleados de Francia) con el propósito de defender el Impuesto Tobin y otras medidas de política relacionadas con el impuesto. Seis meses más tarde, ATTAC contaba con alrededor de 5000 miembros y una docena de comités locales. ATTAC también ha surgido en Suiza, Canadá (Quebec) y Brasil y Chile.

En Brasil, además de ATTAC Brasil, se han constituido ONG's para apoyar el impuesto y en el Congreso se ha consolidado una Red Parlamentaria a favor del Impuesto Tobin.

En Chile, ATTAC Chile ha enviado varias propuestas al Congreso donde el senador Jorge Lavandero encabeza los esfuerzos por imponer un tributo a las transacciones en divisas.

La Coalición de Agencias Católicas por el Desarrollo ha estado defendiendo la idea de la tasación junto con Cáritas Internacional y Justicia y Paz Europea.

Tras todo este conjunto de asociaciones, los primeros resultados se han empezado a manifestar.

En Estados Unidos, el congresista Peter DeFazio y el senador Paul Wellstone entregaron al Congreso de ese país, la "U.S. Congress Concurrent Resolution on Taxing Cross-Border

²⁶³ CEED; "Tobin Tax Initiative List of Principles: Multilateral Cooperation to Tax Currency Speculators"; USA, Center for Environmental Economic Development, Junio 1998;

Currency Transactions to Deter Excessive Speculation”²⁶⁴ donde exponen ante el pleno la necesidad de un impuesto.

En el Parlamento Europeo, Glyn Ford y Harlem Desir, impulsaron un grupo parlamentario en apoyo del Impuesto, siendo la resolución que abriría el paso al Impuesto Tobin en Europa rechazada por sólo 4 votos de diferencia.²⁶⁵

El mayor logro camino a la instauración del Impuesto Tobin se alcanzó en la Casa Canadiense de los Comunes en Ottawa, donde por 164 votos a favor y 83 en contra, se aprobó la moción que abre camino al Impuesto Tobin en ese país.

“En la opinión de la Casa de los Comunes, el gobierno podría decretar un impuesto a las transacciones financieras en concierto con la comunidad internacional.”²⁶⁶

El Impuesto Tobin enfrenta sin duda alguna la antipatía de los grandes inversionistas internacionales, mismos que influyen en las decisiones políticas, económicas y comerciales de sus respectivos gobiernos para instrumentar sólo aquellas acciones que les sean positivas. La pregunta obligada aquí consiste en ¿qué tanto los inversionistas internacionales estarían dispuestos a sacrificar ganancias en aras de hacer a los mercados financieros internacionales más ordenados y menos riesgosos? La respuesta la encontraremos en función de qué tanto y en qué sentido han sido afectados los inversionistas con respecto a las crisis financieras internacionales.

Es evidente que el descontento mundial por la movilidad desordenada de los flujos de capital en cartera en el mundo se ha incrementado. Hoy, sólo los grandes capitalistas pueden estar conformes con el esquema actual de globalización económica que perpetua las grandes ganancias por encima del desarrollo humano. Tal vez, el Impuesto Tobin como tal nunca se llegue a realizar, sin embargo, la propuesta del impuesto ha cumplido su tarea al cuestionar el sistema actual y concientizar sobre la necesidad de imponer límites a los

²⁶⁴ DeFazio, Peter y Wellstone, Paul; “U.S. Congress Concurrent Resolution on Taxing Cross-Border Currency Transactions to Deter Excessive Speculation No.301”; USA, U.S. Congress, April 11 2000;

²⁶⁵ CEED; “Near victory in the European Parliament”; USA, Center for Environmental Economic Development, 20 January 2000;

²⁶⁶ Salmon, Blaise; “Tobin Tax Motion passes in Canada’s Parliament”; USA, Center for Environmental Economic Development, 24 March 1999;

inversionistas que especulan y en donde, México y la comunidad internacional obtendrán beneficios económicos al ser más autónomos y mejor protegidos ante los embates de un mundo globalizado.

CONCLUSIONES

Adentrarse en el mundo de las finanzas puede ser para algunos un tema de completa indiferencia; para algunos otros, conocer la dinámica que envuelve al mundo financiero puede resultar algo necesario. Lo cierto es que guste o no, vivimos en un entorno económico y financiero que afecta el desarrollo de la sociedad.

El proceso histórico en el siglo XX, desde la perspectiva del sistema financiero internacional ha sido un espacio de tiempo para la experimentación de nuevas formas –más agresivas- en la acumulación del capital.

El capitalismo como modo natural de crecimiento del capital, ha encaminado sus esfuerzos a los medios más eficaces para lograr máximos rendimientos en sus inversiones, prueba de ello se puede observar fehacientemente en el proceso llamado de globalización económica, el cual ha conformado e integrado a nivel internacional políticas cada vez más coordinadas entre sus participantes y que ha permitido a los poseedores de grandes capitales colocarse en una posición suprema, incluso por encima de los mismos Estados-nación. Tal aseveración nos lleva a pensar en la globalización económica como un proceso poco democrático, donde las relaciones de poder han sido en todo momento circunstancia sin discusión: los países desarrollados siempre han marcado la pauta del desarrollo y dirección mundiales.

El anterior preámbulo que contextualiza el actual estadio de los flujos financieros internacionales, nos lleva a los siguientes puntos concluyentes.

- Indudablemente los flujos financieros internacionales tienen efectos positivos para las economías, pero sobre todo para la clase capitalista. Particularmente, la economía mexicana se ha visto beneficiada por cuantiosos montos de capital. De hecho, en la medida en que los capitales ingresan, han presionado a la modernización del sistema financiero mexicano, proporcionando mayor flexibilidad a la estructura bancaria y de los intermediarios financieros, así como la adecuación de las instituciones gubernamentales encargadas de regular su funcionamiento. La administración pública es por ello responsable de la correcta dirección en la política financiera nacional, estando obligada a contar con mecanismos que le permitan su eficaz cumplimiento. El proceso de globalización, exige una administración pública eficiente y eficaz en el terreno financiero, por ello, en medio de un ambiente financiero fluctuante la

administración pública mexicana debe encontrar los medios que minimicen los trastornos de las crisis financieras internacionales y por ende, impriman solidez a su propio sistema económico. En la medida en que esto sea logrado, el crecimiento sostenido estará mayormente garantizado.

- Sin embargo, los flujos financieros en cartera, también guardan condiciones de volatilidad e inestabilidad financiera para los países. México, ha probado la ambigüedad de los mismos, obteniendo como saldo además la profundización de crisis financieras, la quiebra del sistema bancario y empresarial y en general del empobrecimiento nacional y la dependencia externa. Ello indica por tanto, que la regulación en la materia no ha sido lo suficientemente efectiva en el sistema financiero nacional y particularmente en el mercado de valores, donde la ausencia de una eficaz regulación ha permitido la proliferación de burbujas especulativas que campean en un escenario sin mayores restricciones. Si se busca la estabilidad financiera que permita un crecimiento sostenido que nos lleve al desarrollo, ha de priorizarse la mejora en la regulación financiera que por un lado, no desaliente la inversión productiva, pero sí limite la acción especulativa de los capitales en cartera. En este sentido, la administración pública ha de reconocer la necesidad de resguardar los intereses nacionales y por ello, acotar el impacto de los capitales internacionales, en un proceso globalizador que privilegia una selectiva acumulación de la riqueza.
- Cabe señalar al respecto, que la globalización ha tenido efectos positivos para los países como un mayor auge en el desarrollo tecnológico, las comunicaciones, el intercambio comercial; pero también poco ha aportado al desarrollo sostenido del conjunto de naciones; la globalización como tal, ha favorecido sólo a las economías desarrolladas y a los grandes capitales corroborándose ello en el reducido o nulo incremento del ahorro nacional. Para México, la mayor transferencia de capitales no se ha traducido en un mejoramiento de las condiciones del ahorro interno, perpetuando cada vez más la dependencia por el ahorro externo. El Estado mexicano y en consecuencia el gobierno, por mandato constitucional, requiere urgentemente de implementar políticas económicas que incrementen el ahorro interno, pero sólo podrá lograrse ello, después de una mejora en el poder adquisitivo de la población, las empresas y el propio gobierno, haciendo más eficiente la política fiscal y una eficaz política monetaria y cambiaria. De

lograrse estas medidas, únicamente permitirán hacer al país menos dependiente del ahorro externo, pero ciertamente, no eliminarán los efectos desestabilizadores propios de economías globalizadas.

- Lo anterior pone de manifiesto que México, en su calidad de país emergente encuentra de entrada acotada su capacidad de acción para regular la volatilidad de los flujos internacionales de capital. La disyuntiva gira entonces al cómo limitar el impacto de los flujos de capital sin afectar en demasía su afluencia necesaria para el financiamiento de la economía mexicana. Al respecto, ha sido clara la posición del capital internacional en el sentido de un no rotundo a medidas que limitan su acción lucrativa, misma posición que ha sido avalada por las economías industrializadas y organismos financieros internacionales. La propuesta esgrimida por el Premio Nobel, James Tobin, es una propuesta que intenta dar solución al problema de fuga de capitales; ciertamente su viabilidad es compleja, sobre todo en el terreno político, dado que con el volumen de dólares involucrados, las decisiones estarán basadas en intereses de poder. Sin embargo, el solo hecho de su existencia y reconocimiento internacional puede servir para concientizar a la población y líderes mundiales sobre el apremio que nos ocupa. El Impuesto Tobin, enfatizo, no es la panacea a los problemas del mundo actual, ha de ser implementado dentro de un conjunto de políticas económicas tendientes a transformar en mayor o menor medida al sistema económico imperante. Para México, el Impuesto Tobin debe ser tomado en cuenta como una forma más de reducir la errática conducta de los capitales internacionales. México, como economía emergente sería de las economías más beneficiadas con este instrumento, al inhibirse en buena medida la fuga de capitales, que han ocasionado graves efectos para el país. Empero, esto ha de ser a fin de cuentas, una medida adoptada en el seno de la comunidad internacional. Problemas globales exigen medidas globales. De hacer lo contrario, México enfrentaría el rechazo y el bloqueo internacional de los capitales, reduciéndose severamente el ingreso de capital foráneo, indispensable para compensar el ahorro interno. Si bien México no puede por tanto, establecer unilateralmente el Impuesto Tobin, si puede promocionarlo en foros económicos internacionales, encontrar aliados comunes y presionar a los gobiernos desarrollados y organismos financieros internacionales sobre las bondades de este impuesto y de la necesidad urgente de dar certidumbre al

desarrollo nacional. El reto pues, es complejo, toda vez que el G-7 al mantenerse con relativa distancia de los trastornos macroeconómicos que los flujos especulativos son capaces de producir, no coincidirán con la propuesta en tanto el modelo se mantenga funcional con respecto a ellos.

- En este sentido, corresponde también a los organismos financieros internacionales entender la nueva dinámica financiera internacional y actuar en consecuencia. Ha sido evidente lo obsoleto de las políticas manejadas por estos organismos; Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial han de reconocer las diferencias estructurales de las economías, y la imposibilidad de estandarizar políticas que sólo estabilizan en el corto plazo, pero hacen vulnerables a las naciones a largo plazo, sembrando las expectativas, de múltiples desigualdades económicas y sociales. El Impuesto Tobin puede ser una opción en la búsqueda por modificar este panorama, a partir de su impulso por los organismos financieros internacionales; su adopción, ciertamente, debe entenderse como un retorno –no retroceso- a un Estado más interventor, aunque menos benefactor. El impulso del Impuesto Tobin por el FMI y el BM, otorgará a los gobiernos nacionales una nueva herramienta para reducir las burbujas especulativas sin llegar a los extremos de un Estado sobreprotector.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias Rey, Antonio y Sánchez Santos, José Manuel; **“Política monetaria y política fiscal”**; España, Edit. Pirámide, 1998; 347 pp.
- Asociación de Banqueros de México; **“63 Convención Bancaria”**; México, ABM A.C., 2000;
- Banco de México; **“Informe Anual 1994”**; México, Banxico, 1995; 331 pp.
- -----; **“Informe Anual 1995”**; México, Banxico, 1996; 274 pp.
- -----; **“Informe Anual 1996”**; México, Banxico, 1997; 279 pp.
- -----; **“Informe Anual 1997”**; México, Banxico, 1998; 272 pp.
- -----; **“Informe Anual 1998”**; México, Banxico, 1999; 259 pp.
- -----; **“Informe Anual 1999”**; México, Banxico, 2000; 227 pp.
- Barth, James R. et. al.; **“Financial regulation and performance”**; USA, World Bank, 1999; Policy Research Working Paper 2037
- Blair, David John; **“Trade negotiations in the OECD”**; England, Edit. Kegan Paul Int., 1995; 304 pp.
- Blejer, Mario I. et. al.; **“Optimum Currency Areas”**; USA, IMF, 1997; 114 pp.
- Bolsa Mexicana de Valores; **“Anuario Bursátil 1996”**; México, BMV, 1997
- -----; **“Anuario Bursátil 1997”**; México, BMV, 1998;
- -----; **“Anuario Bursátil 1998”**; México, BMV, 1999;
- -----; **“Anuario Bursátil 1999”**; México, BMV, 2000;
- -----; **“El proceso de globalización financiera en México”**; México, BMV, 1999;
- Borja Martínez, Francisco; **“El nuevo sistema financiero mexicano”**; México, FCE, 1992; 262 pp.
- Buckberg, Elaine; **“Institutional investors and asset pricing in emerging markets”**; USA, IMF, 1996; Working Paper 96/2
- Cabello, Alejandra; **“Globalización y liberación financiera y la BMV”**; México, Edit. Plaza y Valdes, 1999; 379 pp.
- Calvo, Sara y Reinhart, Carmen; **“Capital flows to Latin America. Is there evidence of contagion effects?”**; USA, World Bank, 1996; Policy Research Working Paper 1619
- Canitrot Revilla, Carlos y Marco, Pablo, **“¿Ha llegado la hora de un Impuesto Tobin?”**; Reino Unido, OXFAM GB, Mayo 1999;
- Caro R., Efraín, et. al; **“El mercado de valores en México”**; México, Ariel Divulgación, 1995; 303 pp.
- Collier, Paul y Hoeffler, Ankey; **“Flight capital as portfolio choice”**; USA, World Bank, 1999; Policy Research Working Paper 2066
- Cordella, Tito; **“Can short term capital controls promote capital inflows?”**; USA, IMF, 1998; Working Paper 98/131
- Davis, E.P.; **“The structure, regulation and performance of pension funds in nine industrial countries”**; USA, World Bank, 1993; Policy Research Working Paper 1229
- De Boissieu, Christian; **“La structure des taux d'intérêt”**; France, Recherches Phantheón Sorbone Université de Paris, 1976; 264 pp.

- De Brunhoff, Suzanne y Jetin, Bruno; **“The Tobin Tax and the regulation of capital movements”**; France, ATTAC, 1998
- De la Iglesia, Jesús; **“El orden económico mundial”**; España, Edit. Síntesis, 1994; 260 pp.
- Edelman Spero, Joan; **“Política económica internacional”**; México, Edit. El Ateneo, 1992; 359 pp.
- Emerij, Louis e Iglesias, Enrique; **“Restauración de los flujos de capital en América Latina”**; México, OCDE, 1994; 332 pp.
- Feinberg, Richard E.; **“La actividad del Banco Mundial en el periodo de tránsito hacia un nuevo mundo”**; México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1991; 237 pp.
- Foreman Peck, James; **“Historia económica mundial”**; España, Edit. Prentice Hill, 1995; 532 pp.
- Fry, Maxwell J. et. al.; **“Foreign Direct Investment, other capital flows and current account deficits”** en **Policy Research Working Paper 1527**; USA, World Bank, October 1995;
- Gil Valdívila, Gerardo; **“México y América Latina ante la crisis de la globalización”** en **México y América Latina. Crisis –Globalización– Alternativas”**; México, Edit. Nuestro Tiempo, 1996; 144 pp.
- Giraldo Giraldo, Cesar; **“Nueva crisis fiscal”** en **Crisis Fiscal y financiera en América Latina**; Colombia, Edit. TM, 1998; 188 pp.
- Giron, Alicia. et. al.; **“Integración financiera y TLC”**; México, Edit. Siglo XXI, 1995; 447 pp.
- Gitman, Lawrence J. y Joehnk, Michael; **“Fundamentos de inversión”**; México, Edit. UOP-Harla, 1997; 872 pp.
- Gooptu, Sudarshan; **“Portfolio investment flows to emerging markets”** en **Portfolio investment in developing countries**; USA, World Bank, 1993; World Bank Discussion Paper 228
- Halifax Initiative: **“Currency speculation control options”**; Canada, Halifax Initiative, 1996
- -----; **“The feasibility of an international Tobin Tax”**; Economic Affairs Series, ECON 107 EN (PE 168.215), March 1999
- -----; **“The Tobin Tax: debunking some myths”**; Canada, Halifax Initiative, 2000
- Hausmann, Ricardo y Rojas Suarez, Liliana; **“La volatilidad de los flujos de capital. Cómo controlar su impacto en América Latina”**; USA, Banco Interamericano de Desarrollo, 1996; 111 pp.
- Huchim, Eduardo; **“Engaño mayor”**; México, Edit. Grijalbo, 1995; 329 pp.
- Huerta González, Arturo; **“La política neoliberal de estabilización económica en México”**; México, Edit. Diana, 1995; 227 pp.
- IMF; **“Approaches to exchange rate policy”**; USA, IMF, 1994; 296 pp.
- -----; **“World Economic Outlook”**; USA, IMF, 1998
- -----; **“Capital controls: country experiences with their use and liberalization”**; USA, IMF, May 17 2000; Occasional Paper 190

- Islam, Roumeen; **“Should capital flows be regulated?”**; USA, World Bank, 2000; Policy Research Working Paper 2293
- James, Harold; **“International monetary cooperation since Bretton Woods”**; USA, IMF, 1996; 742 pp.
- Javed, Burk y Edwards, Sebastian; **“Latin America after Mexico: quickening the pace”**; USA, World Bank, 1995;
- Jiménez Bermejo, Patricio; **“Finanzas internacionales”**; Chile, Edit. Jurídica, 1998; 328 pp.
- Lederman, Daniel. et. al.; **“Mexico: five years after the crisis”**; USA, World Bank, April 13 2000;
- Levine, Ross y Zervos, Sara; **“Capital control liberalization and stock market development”**; USA, World Bank, 1996; Policy Research Working Paper 1622
- Loyola Alarcón, José Antonio; **“Desequilibrio externo y crisis económica”**; México, Edit. Pac, 1995; 171 pp.
- Mansell Carstens, Catherine; **“Las nuevas finanzas en México”**; México, IMEF, 1994;
- Michalos, Alex. C.; **“A handful of sand in the wheels of financial speculation”**; Canada, University of Northern British Columbia, 2000
- Ocampo Echazal, Antonio; **“El marco legal del Mercado de Valores”**; México, Edit. Universidad, 1995;
- OECD; **“OECD at work”**; France, OECD, 1964; 137 pp.
- -----; **“Technology and the economy”**; France, OECD, 1999;
- Orléan, André; **“Contagion spéculative et globalisation financieré: quelques enseignements tirés de la crise mexicaine”** en **Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale**; France, Economica, 1996
- Ortiz Wadgyr, Arturo; **“Introducción al comercio exterior de México”**; México, Edit. Nuestro Tiempo, 1993; 261 pp.
- Perry, Guillermo E. y Lederman, Daniel; **“Adjustments after speculative attacks in Latin America and Asia: a Tale of two regions”**; USA, World Bank, Jun. 1999
- Pipitone, Hugo; **“Los nuevos sujetos regionales: raíces históricas y reordenamiento mundial”** en **Regionalismo y poder en América: los límites del neorrealismo**; México, CIDE, 1996
- Predohl, Andreas; **“Economía internacional”**, Argentina, Edit. El Ateneo, 1955; 412 pp.
- Randzio-Plath, Christa; Ponencia **“Informe sobre la crisis monetaria y financiera mundial y sus repercusiones sobre la economía europea”**; Bélgica, Comisión de Asuntos Económicos, Monetarios y Política Industrial, 26-Nov-1998
- Regueiro González, Jaime; **“Economía mundial”**; España, Edit. McGraw Hill, 1995; 375 pp.
- Saini, Krishnan; **“Capital market innovations and financial flows to developing countries”**; USA, World Bank, 1986; 25 pp.
- Servén, Luis; **“Macroeconomic uncertainty and private investment in developing countries”**; USA, World Bank, December 1998; Policy Research Working Paper 2035
- SHCP; **“Desempeño, fortaleza y evolución reciente de la economía mexicana 1995-2000”**; México, SHCP, 2000

- Schmidt, Rodney; **“Taxing international short term capital”**; France, ATTAC, 1994
- Stay, Jaime. et. al.; **“La globalización de la economía mundial”**; México, Edit. Porrúa, 1999; 444 pp.
- Sundararajan, V. y Dattels, Peter; **“Coordinating public debt and monetary management: institutional and operational arrangement”**; USA, IMF, 1997; 419 pp.
- Swary, Itzhak y Topf, Barry; **“La desregulación financiera global”**; México, FCE, 1993; 574 pp.
- Tamames, Ramón; **“Estructura económica internacional”**; México, Edit. Alianza, 1984; 453 pp.
- Tussie, Diana y Glover, David; **“The developing countries in world trade”**; USA, Edit. Rienner, 1993;
- Varela, Manuel y Varela, Félix; **“Sistema monetario y financiación internacional”**; España, Edit. Pirámide, 1996; 189 pp.
- Wei, Shang Jin; **“Does corruption relieve foreign investors of the burden of taxes and capital controls?”**; USA, World Bank, 1999; Policy Research Working Paper 2209
- Williamson, John; **“Issues posed by portfolio investment in developing countries”** en **Portfolio investment in developing countries**; USA, World Bank, 1993; World Bank Discussion Papers 228
- World Bank; **“Global economics prospects and the developing countries 1994”**; USA, World Bank, 1994;
- -----; **“Global economics prospects and the developing countries 1995”**; USA, World Bank, 1995;
- -----; **“Global economics prospects and the developing countries 1996”**; USA, World Bank, 1996;
- -----; **“Global economics prospects and the developing countries 1997”**; USA, World Bank, 1997;
- -----; **“Managing capital flows in East Asia”**; USA, World Bank, 1996; 143 pp.
- -----; **“Private capital flows to developing countries”**; USA, World Bank, 1997; 406 pp.
- -----; **“Indonesia in crisis”**; USA, World Bank, 1998;
- -----; **“The World Bank inspection paper. The first four years (1994-1998)”**; USA, World Bank, 1999a; 327 pp.
- -----; **“Global Development Finance”**; USA, World Bank, 1999b
- -----; **“Global economics prospects and the developing countries 1998/99”**; USA, World Bank, 1999c
- World Bank Institute; **“Chile: recent policy lessons and emerging challenges”**; USA, WBI, 1999; 437 pp.

HEMEROGRAFÍA

- **“Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica”** en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Febrero 1995; #2, p.3-11

- Aguilar, Edith; "Pronósticos del mercado accionario" en **Capital. Mercados financieros**; Año 7, #79, Noviembre 1994
- Armendáriz de Hinestrosa, Patricia; "Las crisis del Sudeste asiático y México: similitudes y diferencias" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Febrero 1999
- Banxico; "Política monetaria para el periodo abril-diciembre de 1994" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Julio 1994; #7, p.15-26
- -----; "La política monetaria de México para 1995" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Marzo 1995a; p.15-20
- Bevilaque, Alfonso y Fernández Arias, Eduardo; "Funcionan los controles de capital" en **Revista Políticas Económicas de América Latina**; USA, Banco Interamericano de Desarrollo, Tercer Trimestre 1998; #4, p.4
- Borjón Nieto, José Jesús; Tesis "**Caos, orden y desorden en el sistema monetario y financiero internacional**"; México, FCPyS UNAM, 1998
- Buirá, Ariel; "Una nueva respuesta a las crisis financieras" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Septiembre 1999; Año LIX, p.28-45
- Cabello Rosales, María Alejandra; Tesis "**Globalización, desregulación y desarrollo. El caso de la Bolsa y la Comisión Nacional de Valores de México**"; México, FCPyS UNAM, 1997
- CEED; "**Tobin Tax Initiative List of Principles: Multilateral Cooperation to Tax Currency Speculators**"; USA, Center for Environmental Economic Development, Jun 1998
- -----; "**Fact sheet on Tobin Tax**"; USA, Center for Environmental Economic Development, 1999
- -----; "**Policy proposal for Tobin Tax Implementation**"; USA, Center for Environmental Economic Development, 1999
- -----; "**Near victory in the European Parliament**"; USA, Center for Environmental Economic Development, 20 January 2000
- CEPAL; "Declaración sobre la crisis financiera internacional" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Octubre 1998, Vol.48, #10
- Correa, Eugenia; ""**Liberalización y crisis financiera**" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999
- De Bernis, Gerard; "Mundialización y crisis en Asia del Este" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999
- De Fazio, Peter y Wellstone, Paul; "**U.S. Congress Concurrent resolution on Taxing Cross Border Currency Transactions to Deter Excessive Speculation #301**"; USA, U.S. Congress, April 11 2000
- Dreyfuss, Joel; "How to invest with your PC" en **Fortune**; USA, Fortune, 1993
- "Emerging market indicators" en **The Economist**; England, Vol. 346, #8059, March 14 1998; p.152
- Escamilla Lugo, Abel E.; "Tratados para evitar la doble tributación" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #76, Agosto 1994
- -----; "Régimen fiscal de los ADR's" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #77, Septiembre 1994

- Ferrer, Aldo; "La globalización, la crisis financiera y América Latina" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Junio 1999
- G. Stotsky, Janet; "Why a two tier Tobin Tax won't work" en **Finance & Development**; USA, IMF, Junio 1996
- Galván González, Roberto; "Cinco etapas en el sistema financiero mexicano" en **Capital Mercados Financieros**; Año 7, #77, Septiembre 1994
- Girón G., Alicia; "Mutaciones financieras y crisis bancarias en el Sudeste Asiático" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999
- Gómez, Mireya; "Perspectivas para 1994" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #75, Julio 1994
- -----; "Economía al cierre de 1994" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #79, Noviembre 1994
- Guillen Romo, Héctor; "Globalización financiera y riesgo sistémico" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Noviembre 1997; Vol. 47, #11
- Gurría Treviño, José Angel; "Palabras del Secretario de Hacienda y Crédito Público ante el Comité Interior del FMI el 16 de Abril de 1998" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Abril 1998; Vol.48, #4
- Hernández Hernández, Agustín; "El tesobono en épocas de devaluación" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #75, Julio 1994
- -----; "Importancia de la inversión extranjera en México" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #76, Agosto 1994
- -----; "Las tasas de interés, el dinamismo y los efectos que en ella provocan las actividades políticas y económicas" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #78, Octubre 1994
- -----; "El vaiven de las tasas" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #79, Noviembre 1994
- -----; "La inversión extranjera, el tipo de cambio y las tasas de interés" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #80, Diciembre 1994
- -----; "Inversión extranjera en el sistema financiero mexicano" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 8, #81, Enero 1995
- Kregel, Jan; "Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999
- Mantey de Anguiano, Guadalupe; "Políticas monetarias y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Mayo 1999
- Manrique Campos, Irma; "Origen y efecto de la crisis asiática en México" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Febrero 1999
- Martínez, Ifigenia; "¿Es global la crisis asiática?" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999
- Mendoza Ortiz, Rosendo René; Tesis "**La transición del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) a la Organización Mundial del Comercio (OMC)**"; México, FCPyS UNAM, 1996
- "Mensaje sobre el Primer Informe de Gobierno del Presidente Ernesto Zedillo" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Octubre 1995; #10, p.3-13

- "Memorandum de Políticas Económicas al FMI" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Marzo 1995; #3, p.5-9
- Mercado Ruiz, Adrian; Tesis "**La nueva estructura económica internacional**"; México Facultad de Economía UNAM, 1997
- Michalski, Wolfgang; "La dinámica económica del siglo XXI: perspectivas de un nuevo boom prolongado" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Diciembre 1999; p.117-123
- Moncarz, Raúl; "Repercusiones de la crisis asiática en América Latina" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Febrero 1999
- Morera Camacho, Carlos; "Los flujos de capital y la transnacionalización de los grupos mexicanos" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Febrero 1999
- Morales, Yolanda; "Se cuadruplican las reservas internacionales de 1995 a la fecha" en **El Economista**; México, 11 Mayo 1999
- "Of take offs and tempests" en **The Economist**; England, Vol. 346, #8059, March 14 1998; p.116
- Pardee, Scott; "La globalización de los mercados de capitales" en **Mercado de Valores**; México, Nafin, Enero 1990; #2, p.19-25
- "Programa de Acción Para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica" en **Informe Hacendario**; México, SHCP, Enero-Marzo 1995; Vol 3, #9, p.23-47
- Puyana Ferreira, Jaime; "Globalización, capital financiero especulativo y la crisis asiática" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Enero 1999
- Ramírez, Miguel Angel; "La crisis financiera de Asia: elementos para un debate global" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Octubre 1998; Sección Internacional
- Rivera Ríos, Miguel Angel; "La nueva crisis de la economía mexicana 1994-1995" en **Investigación Económica**; México, Abril-Junio 1996; #216, p.51-84
- Round, Robin; "Time for Tobin" en **New Internationalist**; Canada, HI Magazine, Issue 320, January-February 2000
- Salmon, Blaise; "**Tobin Tax motion passes in Canada's Parliament**"; USA, Center for Environmental Economic Development, 24 March 1999
- SHCP; "**Informe Hacendario**"; México, Octubre-Diciembre 1994 a Enero-Marzo 2000, #8 al #29
- Spahn, Paul Bernd; "The Tobin Tax and exchange rate stability" en **Finance & Development**; USA, IMF, Jun 1996
- Thornton, John; "Fiscal consolidation and monetary policy" en **OECD Observer**; France, OECD, Agosto-Septiembre 1996; #201
- Tobin, James; "**A proposal for international monetary reform**"; USA, Eastern Economic Journal, 1978; p.153-159, Vol.4
- Vidal, Gregorio; "Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de la crisis" en **Comercio Exterior**; México, Bancomext, Febrero 1999
- Viguera Arteaga, Xochitl; "Política monetaria del Banco de México" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #75, Julio 1994
- -----; "Drástica caída del dólar" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #76, Agosto 1994

- -----; "Flujos de inversión" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #78, Octubre 1994
- -----; "Revisión de la política cambiaria" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #79, Noviembre 1994
- -----; "Inversión extranjera" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 7, #80, Diciembre 1994
- -----; "Tasas de interés" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 8, #81, Enero 1995
- -----; "Dependencia a la inversión extranjera" en **Capital Mercados Financieros**; México, Año 8, #85, Mayo 1995
- Whitt Jr., Joseph A.; "The mexican peso crisis" en **Economic Review**; USA, Federal Reserve Bank of Atlanta, January-February 1996; Vol. 81, #1

MARCO LEGAL CONSULTADO ACTUALIZADO

- "Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos"; México, Edit. Alco, 2000
- "Ley Orgánica de la Administración Pública Federal"; **D.O.F.** 29-Dic-1976
- "Ley de Inversiones Extranjeras"; **D.O.F.** 15-Dic-1993
- "Reglamento de la Ley de Inversiones Extranjeras"; **D.O.F.** 8-Sept-1998
- "Ley de Instituciones de Crédito"; **D.O.F.** 23-May-2000
- "Ley del Mercado de Valores"; **D.O.F.** 17-May-1999
- "Reglamento de la Ley del Mercado de Valores"; **D.O.F.**
- "Ley para Regular las Agrupaciones Financieras"; **D.O.F.** 19-Ene-1999
- "Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito"; **D.O.F.** 13-Ene-2000
- "Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito"; **D.O.F.** 23-May-2000
- "Ley de Sociedades de Inversión"; **D.O.F.** 14-Ene-1985
- "Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros"; **D.O.F.** 5-Ene-2000
- "Ley General de Instituciones de Fianzas"; **D.O.F.** 5-Ene-2000
- "Ley Monetaria de los E.U.M."; **D.O.F.** 27-Jul-1931
- "Reglamento Interno de la S.H.C.P."; **D.O.F.** 16-Oct-2000
- "Ley del Banco de México"; **D.O.F.** 19-Ene-1999
- "Reglamento Interno del Banco de México"; **D.O.F.** 01-Oct-1999
- "Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores"; **D.O.F.** 18-Ene-1999
- "Reglamento de la CNBV"; **D.O.F.**
- "Reglamento de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas"; **D.O.F.** 05-May-1998
- "Ley del Impuesto Sobre la Renta"; **D.O.F.** 31-Dic-1999
- "Ley del Impuesto al Activo"; **D.O.F.** 31-Dic-1999
- "Ley del Impuesto al Valor Agregado"; **D.O.F.** 31-Dic-1999