



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

LIBERALIZACION FINANCIERA EN LAS ECONOMIAS EMERGENTES: EL CASO DE MEXICO

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
ERIKA PLATA GONZALEZ

ASESORA: DRA MARIA ELENA CARDERO GARCIA



CIUDAD UNIVERSITARIA

JUNIO 2002

TESIS CON FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

*A la memoria de mi padre,  
Francisco Gonzalo Plata Vargas  
"Gracias papá"*

*Con cariño,  
A mi madre*

## INDICE

Introducción .....	5
--------------------	---

### **Capítulo I. Marco analítico del proceso de apertura y liberalización financiera**

I.1 La apertura de los mercados de bienes y financieros.....	8
I.2 Relación entre el comercio y los movimientos financieros.....	11
I.3 Limitaciones relevantes en la apertura de los mercados financieros .....	12
I.4 Modelo Mundell-Fleming.....	13
I.5 El modelo de bienes comerciables y no comerciables.....	16
I.6 Modelo de liberalización financiera: McKinnon y Shaw.....	23

### **Capítulo II. Liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales: el caso de Chile.**

II.1 Situación macroeconómica en el periodo 1973-81 .....	33
II.2 Las reformas hacia el proceso de liberalización financiera.....	31
II.3 La crisis de los ochenta en el sistema financiero.....	40
II.4 Evolución del sistema financiero 1984-1989.....	46
II.5 Resultados macroeconómicos de Chile en los años noventa.....	50

### **Capítulo III. Liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales: el caso de México**

III.1 Acontecimientos macroeconómicos durante 1982-1987 .....	66
a. Programa ortodoxo de estabilización.....	66
III.2 Acontecimientos macroeconómico durante 1988-1994 .....	68
a. Programa heterodoxo .....	70
b. Proceso de liberalización financiera.....	74

<b>III.3 Cronología de una crisis previsible, 1991-1994 .....</b>	<b>79</b>
<b>III.4 Consecuencias derivadas de la crisis, 1995-1999 .....</b>	<b>93</b>
<b>a. Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) e Instituto de     Protección al Ahorro Bancario (IPAB) .....</b>	<b>95</b>
<b>Conclusiones .....</b>	<b>102</b>
<b>Comentarios finales .....</b>	<b>112</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>119</b>
<b>Anexo .....</b>	<b>122</b>

## **Introducción**

Después de cerca de tres décadas de mantener sistemas financieros cerrados al exterior, a partir de la década de los setenta y a principios de los ochenta, un gran número de países en desarrollo se dieron a la tarea de realizar reformas en sus sectores financiero y comercial. El principal objetivo de las reformas fue orientar a estas economías hacia un mercado más abierto, con una integración mundial en el ámbito financiero, para alcanzar la libre movilidad de los recursos, su eficiente asignación en los mercados doméstico e internacional y cimentar las políticas para un crecimiento económico acelerado y sostenido.

El proceso y alcance de las reformas económicas difieren de país en país, sin embargo, tanto los factores económicos como políticos hicieron posible que las reformas se llevaran a cabo. En las economías latinoamericanas se hicieron de manera acelerada y extensiva; mientras que en los países asiáticos el proceso de reformas se hizo de manera gradual y selectiva. La implementación de las reformas financieras y económicas se llevó a cabo bajo distintas circunstancias económicas. Por ejemplo, en Argentina, Chile, México, Turquía y Uruguay, comenzó cuando las tasas de inflación eran altas; en algunos de estos países, la tasa anualizada de inflación oscilaba entre 50 y 500% en los cinco años previos a las reformas. Por el contrario, los países asiáticos vivían en un ambiente macroeconómico de baja o moderada inflación.

Bajo este contexto mundial, tanto Chile como México han experimentado severas transformaciones en la conducción de sus economías. En ambos casos se pasó de un modelo basado en la sustitución de importaciones hacia un modelo en el cual el mercado es el que dirige a las economías. Es importante señalar, que en estas economías después de haber realizado una serie de reformas la crisis económica hizo su aparición. En ambos casos el comportamiento de las principales variables económicas es similar pero en tiempos diferentes.

El tema de las crisis financieras se ha conformado como uno de los problemas más desafiantes a los que se enfrentan los gobiernos y los organismos e instituciones financieras internacionales para sentar las bases de un nuevo sistema de relaciones internacionales que permita maximizar los beneficios potenciales que trae consigo la globalización.

Las diferencias existentes entre las crisis financieras complica la búsqueda de medidas, tanto de prevención como de solución. Sin embargo, pueden señalarse algunos elementos que fundamenten las discusiones en torno a la conformación de un marco general de referencia para la detección oportuna de "focos amarillos" y que posibilite la acción coordinada de la comunidad internacional para minimizar los impactos negativos de una crisis financiera sobre otras economías.

En este sentido, para abordar el tema se parte de una serie de elementos teóricos y empíricos que permitirán analizar los elementos que configuraron tales crisis, enfatizando el impacto causado por las reformas económicas y financieras emprendidas por Chile y México. En el primer capítulo de esta tesis se exponen los elementos teóricos de la apertura de los mercados de bienes y servicios, la relación entre el comercio y los mercados financieros, las limitaciones en la apertura de estos mercados, así como el modelo de liberalización financiera expuesto por McKinnon y Shaw. En el segundo y tercer capítulos se enfoca hacia la evidencia empírica de dos países: Chile y México, en los cuales se analiza el entorno macroeconómico y financiero, durante y después de la implementación del proceso de liberalización financiera; la serie de medidas que implicaron las reformas, los efectos que éstas tuvieron en cada país, así como las políticas de ajuste para sanear los desequilibrios que se presentaron en ambas economías. Finalmente, en el último apartado de la tesis se elabora una serie de conclusiones sobre las dos economías, las similitudes que ambas presentaron tanto en el inicio de la crisis como al final de la misma para, con ello, poder destacar los principales elementos de vulnerabilidad de cada economía.

*Capítulo I*

*Marco Analítico del proceso de apertura y liberalización financiera*



## **Capítulo I. Marco Analítico del Proceso de Apertura y liberalización financiera**

### **I.1 La apertura de los mercados de bienes y financieros**

El proceso de apertura comercial ha sido ampliamente estudiado por medio de la teoría del comercio internacional, la cual supone que una intensificación en el intercambio de bienes y servicios servirá para incrementar el nivel de actividad económica y a su vez, conducirá al aumento en los estándares de empleo y del nivel de vida. El análisis de esta situación se ha extendido y en la actualidad se considera para su estudio a los procesos de integración productiva y de unificación monetaria.

El modelo con apertura comercial plantea que el motor de crecimiento de la actividad económica es el sector externo, dándole prioridad al comercio intrarregional mediante la formación y fortalecimiento de acuerdos y tratados comerciales. Es así que la vinculación de las economías se da a través de una apertura de los mercados de bienes y servicios y de una apertura en los mercados financieros<sup>1</sup>:

**a. Apertura de los mercados de bienes y servicios.** Con ella se pretende brindar la oportunidad a empresas y consumidores para poder elegir entre los bienes que se producen dentro de la economía nacional y aquellos que son producidos en el extranjero. Sin embargo, los países no siempre están abiertos de manera total al exterior e, incluso, constantemente están poniendo ciertas restricciones al comercio como aranceles<sup>2</sup> y cuotas sobre algunos bienes extranjeros.

En este modelo, los agentes económicos (consumidores, empresas y el Estado) se enfrentan a una decisión mucho más difícil ya, que se encuentran ante la

---

<sup>1</sup> Blanchard, Olivier (1997) Macroeconomía Prentice Hall Pág 197-215

<sup>2</sup> El arancel es un impuesto sobre algún producto importado, mientras que la cuota es una restricción a la cantidad del bien importado

disyuntiva entre comprar bienes de producción nacional o comprar bienes extranjeros. Si la decisión fue comprar bienes nacionales, entonces la demanda aumenta y por consiguiente es la producción nacional la que aumenta. Si por el contrario aumenta la demanda de bienes extranjeros, la producción extranjera resulta beneficiada.

Otro problema al que se enfrentan los agentes económicos en su criterio de elección de bienes lo constituye el precio. En este sentido resulta fundamental que el precio de los bienes extranjeros esté expresado en bienes interiores. A este precio relativo se le ha denominado tipo de cambio real, aunque en la práctica el que se observa es el tipo de cambio nominal.

El tipo de cambio nominal se determina en el mercado de divisas, en el que se comercian libremente las distintas monedas, y se expresa de la siguiente manera:

- El número de unidades de la moneda extranjera que se reciben a cambio de una unidad de la moneda nacional;
- El número de unidades de moneda nacional que se puede obtener con una unidad moneda extranjera.

En la vida real, el tipo de cambio varía todos días e incluso cada minuto. A estas variaciones que sufre el tipo de cambio nominal se les llama *apreciaciones* o *depreciaciones* nominales. Una apreciación de la moneda nacional es una subida de su precio expresado en una moneda extranjera. Entonces dada la definición en líneas arriba, una apreciación es una reducción en el tipo de cambio (E)<sup>3</sup>.

El tipo de cambio real es una medida del tipo de cambio que se ajusta para tener en cuenta las variaciones del poder adquisitivo entre nuestro país y el exterior o resto del mundo. Es una medida del precio relativo de los bienes producidos al

---

<sup>3</sup> Es decir, ahora se tienen menos pesos mexicanos por dólar o más dólares por peso mexicano, porque disminuye el precio de la moneda extranjera en términos de nuestra moneda.

interior del país en comparación con los producidos en el extranjero. En símbolos se puede expresar de la siguiente manera:

$$\varepsilon = \frac{EP^*}{P}$$

donde:

$\varepsilon$  = tipo de cambio real

E = tipo de cambio nominal

P\* = Precios externos

P = Precios interiores

Dado que el tipo de cambio real depende tanto del nivel de precios externos así como internos su nivel estará determinado de manera arbitraria. No así sus variaciones, que son las que nos van a indicar si los bienes extranjeros son más o menos caros.

**b. Apertura de los mercados financieros.** Mediante este mecanismo se brinda la oportunidad a los inversionistas financieros de elegir entre los activos financieros que se ofertan en el mercado nacional y en el extranjero.

Es importante mencionar que ante el proceso de apertura, los inversionistas, aparte de poder elegir entre activos financieros nacionales y extranjeros cuentan con la posibilidad de diversificar su cartera y especular sobre las fluctuaciones de las tasas de interés extranjeras en relación con las nacionales.

Una parte sustantiva de las transacciones que se realizan en los mercados de divisas no están relacionadas con el comercio sino con la compraventa de activos financieros. Cabe mencionar que el volumen de transacciones ha sido muy elevado y sigue en constante aumento. De hecho, el volumen de negociación diario en el mercado internacional de divisas ha pasado aproximadamente de 5 billones de dólares estadounidenses en 1977 hasta 1.5 billones de dólares en el

año 2001. Este aumento masivo en el volumen de transacciones se debe, una vez más, al aumento de las transacciones financieras que se han gestado en las últimas dos décadas con el desarrollo intensivo de la tecnología de la información; la innovación financiera y su consiguiente diversificación.

Con el proceso de apertura de los mercados financieros se presenta otra importante implicación. El país puede incurrir en déficit o superávit comercial. Si compra una mayor cantidad de mercancías al resto del mundo, entonces está en déficit comercial, por lo que debe pedir prestada la diferencia. Este financiamiento del déficit comercial se logra haciendo atractivo para los inversionistas extranjeros el aumentar sus tenencias de activos nacionales, mediante las tasas de interés.

## **1.2 Relación entre el comercio y los movimientos financieros**

Las transacciones que un país realiza con el resto del mundo se resumen por medio de una serie de cuentas llamadas Balanza de Pagos, que a su vez se descompone en cuenta corriente y cuenta de capital.

En las cuentas de la balanza de pagos, las transacciones se dividen entre flujos corrientes y flujos de capital. Los primeros se relacionan con las exportaciones, importaciones, pago de intereses, etc., mientras que los segundos se refieren a los cambios de propiedad de los activos financieros.

**Cuenta corriente.** Esta cuenta se mide para un intervalo de tiempo específico: un mes, un trimestre o un año. Para un país típico, a lo largo de uno de estos intervalos hay millones de transacciones entre familias individuales, empresas y gobiernos, que deben sumarse para calcular el saldo de la cuenta corriente.

En relación con esta cuenta, debe señalarse que las exportaciones e importaciones no son las únicas fuentes de pagos al resto del mundo. Los residentes nacionales reciben ingresos procedentes de sus inversiones en activos

extranjeros y los residentes extranjeros reciben ingresos procedentes de invertir en activos nacionales. También se debe hacer hincapié en las transferencias que recibe nuestro país del extranjero.

**Cuenta de capital.** Esta cuenta registra los empréstitos y los préstamos. Si un país incurre en déficit por cuenta corriente éste lo tiene que financiar por medio de la cuenta de capitales.

La idea básica de la contabilidad de la balanza de pagos es estructurarla en dos subcuentas que deben de estar en equilibrio; sin embargo, en la práctica difícilmente se logra este objetivo. Para saldar este desequilibrio, los economistas utilizan un concepto denominado errores u omisiones o discrepancia estadística.

### 1.3 Limitaciones relevantes en la apertura de los mercados financieros

Cuando se trabaja con modelos de economía abierta, uno de los supuestos más importantes es el que los residentes de un país pueden contratar o conceder préstamos en el mercado internacional de capitales, siempre y cuando exista una tasa de interés,  $r$ , dada por ese mercado. En la vida real, sin embargo, las cosas no suceden de esta manera y es necesario hacer referencia a algunas situaciones que limitan el financiamiento en los mercados internacionales.

El principal problema en la apertura de los mercados financieros se relaciona directamente con los **controles administrativos**. Tal situación se debe a que los gobiernos, sobre todo aquellos de los países en desarrollo, imponen ciertas restricciones a la capacidad de residentes nacionales para pactar préstamos externos.

Con un control total de capitales no podría haber contratación u otorgamiento de préstamos con el resto del mundo; es decir, el país viviría en el aislamiento financiero (autarquía financiera). La tasa de interés no tendría relación alguna con las tasas de interés existentes en el mundo, por lo que su cuenta corriente debería

estar en equilibrio todo el tiempo. Asimismo, la tasa de interés en el país debería ser tal que equilibre el ahorro e inversión.

#### 1.4 Modelo Mundell-Fleming

Una vez que se han determinado algunos resultados macroeconómicos básicos se puede proceder a establecer la forma en que se comporta una economía con vínculos al exterior. Para su explicación hemos recurrido al modelo elaborado por Robert Mundell y Marcus Fleming en la década de los sesenta.<sup>4</sup>

##### Supuestos del modelo.

El primer supuesto dice que no existen barreras al libre movimiento de capital y que los inversionistas son neutrales al riesgo. Este caso es conocido como *Movilidad Perfecta del Capital*. En este sentido se considera que la mayoría de los inversionistas suelen realizar importantes cambios en la composición de sus portafolios de inversión en respuesta a pequeñas variaciones en la tasa de rendimiento y esto parece ser una buena aproximación a la realidad. Un segundo supuesto muy importante del modelo se fundamenta en las expectativas que tienen los inversionistas con respecto al tipo de cambio; es decir, que los inversionistas esperan que el tipo de cambio no sufriría variaciones.

Para comprender las variaciones que sufren la producción, la tasa de interés y el tipo de cambio se hace necesario el análisis del equilibrio del mercado de bienes y del mercado financiero.

##### *Equilibrio en el Mercado de Bienes.*

$$Y = C(Y - T) + I(Y, r) + NX(Y, Y^*, \varepsilon)$$

(+)            (+, -)            (-, +, +)

<sup>4</sup> Blanchard, Olivier (1997). *Macroeconomía*. Prentice Hall. Capítulo 13.

donde:

Y = Producción

C = Consumo

I = Inversión

T = impuestos

r = Tasa de interés

Y' = Producción Externa

ε = Tipo de Cambio

NX = Exportaciones netas

El mercado de bienes se encuentra en equilibrio si la producción, situada en el primer miembro de la ecuación, es igual a la demanda de bienes interiores, en el segundo miembro de la ecuación. La implicación más importante del modelo es la dependencia de la demanda y de la producción ante variaciones en la tasas de interés real y del tipo de cambio real:

- Un incremento en la tasa de interés real provoca una reducción en el gasto de inversión y, por consiguiente, en la demanda de bienes interiores al igual que sucede con la producción.
- Incrementos en el tipo de cambio real provoca un desplazamiento de la demanda hacia los bienes interiores y un aumento en las exportaciones netas.

### ***Equilibrio en los Mercados Financieros***

Para el análisis de este mercado se parte de la condición de que la oferta de dinero es igual a la demanda de éste.

$$\frac{M}{P} = YL(i)$$

donde:

$\frac{M}{P}$  = Demanda de saldos reales

Y = Producción

L = Demanda de dinero

i = Tasa de interés nominal

La demanda de dinero interior en esta economía depende principalmente de los residentes interiores. Si los residentes extranjeros quieren tener activos en moneda nacional, es mejor que tengan bonos nacionales que pagan al menos un tipo de interés positivo.

Para entrar de lleno en el análisis de ambos mercados en conjunto, resta por determinar el comportamiento de cómo eligen los inversionistas entre bonos nacionales y aquellos del exterior.

Los inversionistas nacionales y extranjeros constantemente están siguiéndole la pista a las tasas de interés; de hecho apuestan por una tasa esperada de rendimiento más alta. Sin embargo, en condiciones de equilibrio la tasa esperada de rendimiento es igual para los bonos nacionales y extranjeros; entonces los inversionistas eligen tener ambos tipo de bonos, por lo que se debe cumplir la siguiente condición de arbitraje:

$$i_t = i_t^* + \frac{E_{t+1}^* - E_t}{E_t}$$

A esta ecuación se le conoce con el nombre de *condición de la paridad de los tipos de interés*, la cual establece que la tasa de interés nacional debe de ser igual a la tasa de interés en el extranjero, más la tasa esperada de depreciación de la moneda nacional.



### 1.5 El modelo de bienes comerciables y no comerciables

El modelo de Bienes comerciables y No comerciables surgió de los pioneros trabajos de Meade (1956), Salter (1959) y Corden (1960) en las décadas de los cincuenta y de los sesenta.<sup>5</sup>

El país produce y consume dos bienes, comerciables (C) y no comerciables (NC). Dadas las funciones de producción  $Y_C$ ,  $Y_{NC}$  y la fuerza laboral (L), podemos deducir la frontera de posibilidades de producción de la economía.

La forma cóncava de la frontera de posibilidades de producción refleja la capacidad de la economía de asignar el trabajo (factor móvil) entre producción de comerciables y producción de no comerciables cuando el capital es específico a cada sector. El precio de los bienes comerciables ( $P_C$ ) está dado internacionalmente, mientras que el precio de los bienes no comerciables ( $P_{NC}$ ) se determina endógenamente por la interacción de la oferta y demanda de no comerciables. La pendiente de la tangente a la frontera de posibilidades de producción ( $P_C/P_{NC}$ ) representa el tipo de cambio real, precio relativo que orienta la asignación de los recursos.

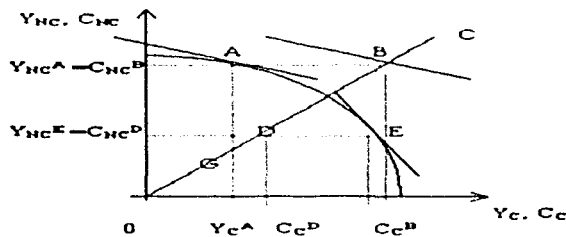


Gráfico 1

<sup>5</sup> Fue introducido en los cursos de macroeconomía intermedia, en la década de los noventa por Sachs y Larrain (1994) en el libro de texto "Macroeconomía en la Economía Global" y de Rudiger Dornbusch.

En lo relativo a las decisiones de consumo supondremos que las familias consumen comerciables y no comerciables en proporciones fijas, sin importar los precios relativos; es decir,  $C_C/C_{NC}$  es constante. De manera que un alto nivel de absorción estaría representado por el punto B, y un bajo nivel por el punto D.

La hipótesis central del modelo es que el consumo interno de NC debe ser igual a la producción interna de NC, mientras que el consumo de C puede diferir de la producción interna ya que el bien comerciable puede importarse (exportarse). En el equilibrio inicial, el consumo está en B, la producción en A y el déficit comercial es BA. La tangente a la frontera de posibilidades de producción en A coincide con la tangente a la curva de indiferencia en B, ambas representan el tipo de cambio real de equilibrio inicial. Dado este precio relativo, la asignación del trabajo, el salario y el ingreso percibido por el capital en cada sector, puede analizarse con la ayuda del gráfico 2.

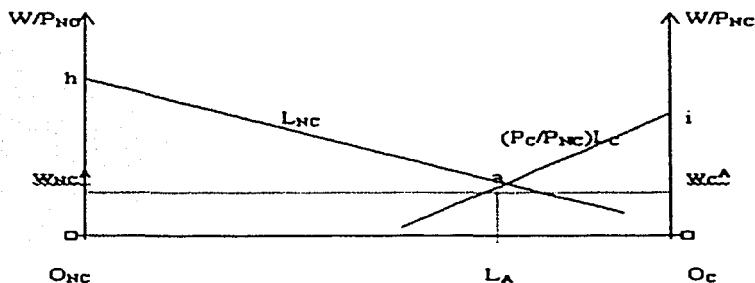


Gráfico 2

El eje vertical representa el producto marginal del factor trabajo (salario) en cada sector medido en unidades de no comerciables. La longitud del eje de las abscisas representa la oferta de trabajo total.

El trabajo está eficientemente y óptimamente asignado entre sectores en el punto (a), cuando el trabajo percibe un ingreso igual al rectángulo  $O_{NC}O_CW_C^A W_{NC}^A$  y los propietarios del capital en el sector no comerciable y comerciable perciben los triángulos  $w_{NC}^A ah$  y  $w_C^A ai$  respectivamente.

### Racionamiento del crédito externo y ajuste estructural

Un shock monetario produce una interrupción del financiamiento externo, aumento en la prima de riesgo y una abrupta caída en el consumo, punto D (gráfico 1). Cae el consumo de comerciables y cae el consumo de no comerciables, en el primer caso el mercado se ajusta a través de una disminución de las importaciones, mientras que en el segundo caso, el exceso de oferta de no comerciables induce una baja del precio de estos bienes. La disminución del precio de los no comerciables ( $P_{NC}$ ) equilibra este mercado y genera un aumento en el tipo de cambio real ( $P_C/P_{NC}$ ) que va a provocar una reasignación de recursos hacia el sector de comerciables.

El ajuste económico ideal sería el que permita un desplazamiento de la producción del punto A al punto E sobre la frontera de posibilidades de producción (gráfico 1), siendo la distancia ED el superávit comercial generado por el aumento del tipo de cambio real.

Pero si el precio de los no comerciables ( $P_{NC}$ ) es rígido a la baja, cuando el consumo cae no habrá aumento del producto en el sector comerciable, de manera que la producción se moverá al punto G. Ese punto está dentro de la frontera de posibilidades de producción lo que implica que habrá desempleo. Posiblemente con el tiempo esta situación termine generando una baja en  $P_{NC}$ . el tipo de cambio real aumentará, se reasignarán recursos ociosos y la producción de comerciables se incrementará lo que permitirá que la economía alcance el pleno empleo en el punto E. La reasignación de trabajo implícita en el pasaje del punto A al punto E

puede, según las circunstancias, llegar a ser traumática y darse en condiciones alejadas del pleno empleo.

En el gráfico 3 hemos representado la reasignación de trabajo entre sectores, que se observa en ese caso ideal cuando el aumento del tipo de cambio real induce un desplazamiento de la producción del punto A al punto E. Inicialmente las cantidades de trabajo en los sectores comerciable y no comerciable son  $O_C L_A$  y  $O_{NC} L_A$  respectivamente.

El aumento del tipo de cambio real incrementa la productividad del trabajo utilizado en el sector de bienes comerciables atrayendo cantidades de trabajo adicional del sector de bienes no comerciables, al desplazarse la curva de demanda hacia arriba.

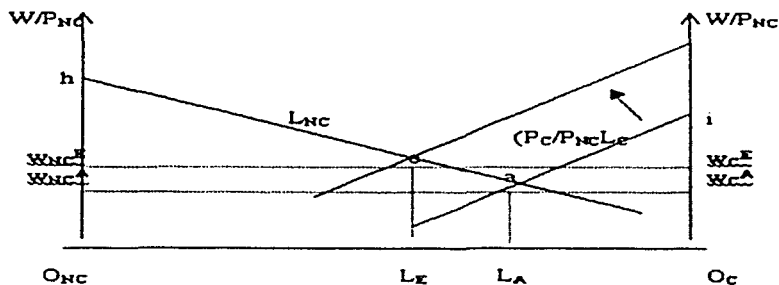


Gráfico 3

El nuevo equilibrio se da en el punto (e) con una asignación de trabajo igual a  $L_E$ . El ingreso real del factor trabajo (medido en términos de no comerciables) aumenta en un monto igual al rectángulo  $w_{NC}^A w_{NC}^E w_c^E w_c^A$ . El ingreso del capital en el sector comerciable también aumenta, mientras que el ingreso del capital en el sector de bienes no comerciables disminuye en un monto igual a  $w_{NC}^A w_{NC}^E ea$ .

Para una comprensión detallada del proceso de ajuste es conveniente distinguir entre el tipo de cambio real observado y el tipo de cambio real de equilibrio. En una economía pequeña que se encuentra en situación de pleno empleo, el tipo de cambio real de equilibrio es el precio relativo ( $P_C/P_{NC}$ ) que equilibra los mercados de bienes comerciables y no comerciables dados el monto del financiamiento externo y la estructura del consumo.

Cuando la economía no está en equilibrio, es decir, que hay excesos de demanda o de oferta en su mercado de bienes comerciables o no comerciables, el tipo de cambio real observado no coincide con el de equilibrio. No obstante, las fuerzas del mercado tienden a restablecer el equilibrio, induciendo un movimiento del tipo de cambio observado hacia el de equilibrio. En una economía que funciona bajo un régimen de tipo de cambio flexible el tipo de cambio real se ajusta generalmente a través de cambios en el tipo de cambio nominal, mientras que si el régimen de tipo de cambio es fijo el ajuste se produce a través de variaciones en el precio de los bienes no comerciables. Cuando el tipo de cambio real observado es menor que el de equilibrio se dice que hay atraso cambiario y que la economía no es competitiva.

Consideremos ahora el caso de una economía con déficit comercial que inicialmente tiene financiamiento externo asegurado de manera que está en situación de equilibrio. Es decir, el tipo de cambio real observado es igual al tipo de cambio real de equilibrio. Si posteriormente, el financiamiento externo desaparece, el tipo de cambio real de equilibrio aumenta (es igual a la pendiente de la tangente en C) y se genera una brecha en relación al tipo de cambio real observado (pendiente de la tangente en A). Esta pérdida de competitividad se corrige a medida que el tipo de cambio real observado aumenta y la economía pasa del punto A al C (gráfico 4).

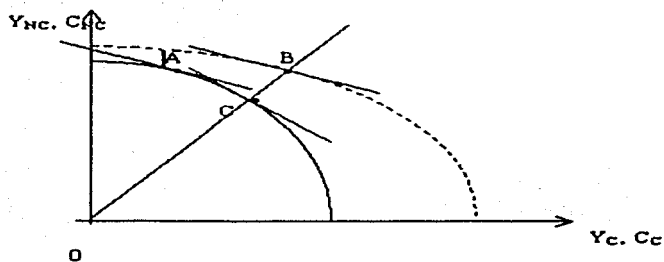


Gráfico 4

Teniendo presente las ideas de Balassa (1964) sobre las productividades sectoriales y el tipo de cambio real, existe también la posibilidad –cuando la economía está en crecimiento–, de que el atraso cambiario pueda ser absorbido sin que el tipo de cambio real observado se modifique. En efecto, si la productividad crece más en el sector de comerciables que en el de no comerciables, el tipo de cambio real de equilibrio disminuye, lo que podría restablecer el equilibrio.

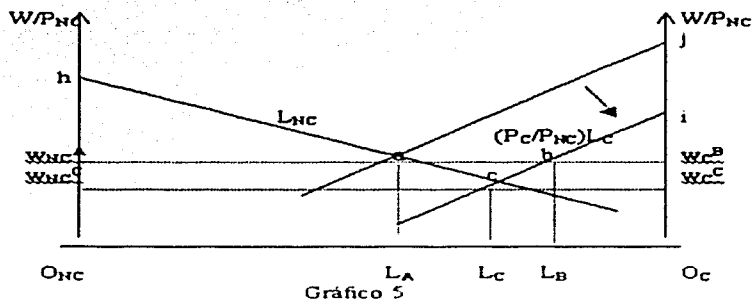
Inicialmente la economía se encontraba en A (gráfico 4) dónde había déficit de la balanza comercial (BA). No obstante, el tipo de cambio real observado coincidía con el de equilibrio. Cuando se toma imposible acceder a fondos externos, los déficit de la balanza comercial tienen que desaparecer, la economía debería ajustarse hacia el punto C. El nuevo tipo de cambio real de equilibrio cuando no hay financiamiento, punto C, es mayor que el correspondiente al punto A (la pendiente es mayor). esto es lo que genera una pérdida de competitividad en la economía. El proceso de ajuste tradicional implicaría un aumento –vía disminución del precio de los no comerciables– del tipo de cambio real observado que pasaría a ser igual a la pendiente de la tangente en C. Cuando la economía crece, un

proceso de ajuste alternativo puede observarse si al mismo tiempo que se corta el financiamiento, la frontera de posibilidades de producción se desplaza como lo muestra el gráfico (línea punteada) debido al aumento en el diferencial de productividades entre sectores. En ese caso no es necesario que el tipo de cambio real observado aumente (pase de A a C) ya que lo que disminuiría es el tipo de cambio de equilibrio (sin financiamiento) que podría ser igual al inicial (la pendiente en B es igual a la pendiente en A). Acabamos de mostrar que el modelo permite también considerar el caso de que los crecimientos diferenciales de la productividad en favor de los comerciables convaliden los precios relativos anteriores al shock.

### Shock real y ajuste estructural

El shock producido por la caída -a nivel internacional- del precio de los bienes comerciables tiene las siguientes repercusiones sobre el mercado laboral. En primer lugar se produce un cambio en los productos marginales de los factores como se observa en el gráfico 5.

El valor de la productividad marginal del trabajo cae en el sector de comerciables debido a la caída en los precios relativos. Esto da lugar a una disminución de la retribución del capital en el sector comerciable en un monto igual al trapecio  $abji$ . La producción en el sector de bienes comerciables disminuirá ya que las empresas no rentables dejarán de contratar trabajadores, mientras el salario permanezca rígido. Aparecerán entonces, trabajadores desempleados en un número igual a la distancia  $L_A L_B$ . Con el tiempo el exceso de oferta de trabajo inducirá una baja del salario, en consecuencia tanto el sector de comerciables como el de no comerciables tomarán trabajadores absorbiendo el desempleo y la economía se ubicará en el punto (c). con una asignación del trabajo entre sectores en  $L_c$ . El ingreso percibido por los trabajadores habrá disminuido en el monto del rectángulo  $w_{NC}^C w_{NC}^A w_C^B w_C^C$ .



Es posible que el movimiento que se ha señalado se vea atenuado si el desempleo logra inducir una baja de los precios de los no comerciables. En esta situación aumentaría el valor de la productividad marginal del trabajo en el sector de comerciables, la demanda de trabajo en ese sector aumentaría y, en consecuencia, el equilibrio final se alcanzaría a la izquierda de  $L_C$ , con menor desplazamiento de trabajadores entre sectores y menor caída del salario real. Esto muestra la importancia de las desregulaciones o regulaciones pro competencia que permitan reducir el precio de los no comerciables.

### Los senderos del ajuste ante shocks externos

En definitiva, los senderos del ajuste ante shocks externos dependen de numerosos factores: el tipo de shock (monetario o real), la duración del shock (transitorio o permanente), las rigideces del mercado laboral y de los precios, la evolución de la productividad entre sectores.

Se ha distinguido, por un lado, el caso de la reducción permanente del financiamiento externo disponible, donde deberían observarse los siguientes síntomas:



- ❖ Una disminución del consumo de comerciables  $C_C$  y de no comerciables  $C_{NC}$ .
- ❖ Una disminución de la producción de no comerciables  $Y_{NC}$  y del precio relativo de esos bienes, es decir, un aumento del tipo de cambio real.
- ❖ Finalmente, un aumento en la producción de comerciables  $Y_C$  y eventualmente un superávit comercial.

Por otro lado, en el caso de un shock real como por ejemplo, la caída del precio de los comerciables en los mercados mundiales, las etapas que deberían observarse son: (1) Una disminución en la producción de comerciables  $Y_T$ . (2) una disminución del salario real y del precio de los no comerciables. (3) un aumento en la producción de no comerciables  $Y_N$  y una recuperación en la producción de comerciables  $Y_T$ . Sin embargo, no se volverá a la situación inicial, a menos que la caída en el precio de los no comerciables iguale la caída inicial (exógena) del precio de los comerciables. Si esto no ocurre, la economía producirá finalmente más bienes no comerciables y menos comerciables.

La disminución en el precio de los no comerciables estaría estimulada por el hecho de que la pérdida de competitividad de la economía debería corregirse a través de una convergencia del tipo de cambio real observado al de equilibrio al existir un exceso de demanda de dólares que presiona a una subida del tipo de cambio real. Otro fenómeno que podría contribuir a restablecer el equilibrio es una baja en el tipo de cambio real de equilibrio, si la productividad en el sector de comerciables aumenta más que en el de no comerciables.

### 1.6 Modelo de la liberalización financiera: McKinnon y Shaw.<sup>6</sup>

De acuerdo con McKinnon (1973) y Shaw (1973), a principios de la década de los setenta, muchos países estuvieron caracterizados por importantes restricciones

---

<sup>6</sup> Aunque los modelos de McKinnon-Shaw difieren del enfoque neoclásico tradicional y de los modelos monetaristas, ellos comparten los mismos fundamentos teóricos (exogeneidad del dinero, mercados eficientes), las prescripciones de la escuela neoclásica

sobre el mercado financiero. Esto fue consecuencia de que algunos gobiernos de las economías de posguerra fijaron las tasas de interés por debajo de los niveles de mercado, con créditos dirigidos a sectores prioritarios, este fenómeno se conoció como represión financiera.

La represión financiera implicó una fuerte presencia del Estado a través de políticas populistas y nacionalistas. El Estado necesitaba recursos para incrementar su papel en la economía, pero sus ingresos tributarios se veían limitados por el populismo y los problemas administrativos, por lo que los fondos para programas y los déficit presupuestarios tenían que ser financiados por la emisión de dinero, por el incremento en el encaje legal y por la liquidez obligatoria. Estos factores, junto con los instrumentos de control monetario, fueron una forma de intervención del Banco Central y del Gobierno en la economía.

Al paso del tiempo, la represión financiera tuvo altos costos en términos de crecimiento y distribución. El desempeño económico de muchos países se deterioró progresivamente bajo este régimen. Las tasas de interés real se volvieron negativas como consecuencia de las bajas tasas de interés nominales y de la alta inflación. En promedio, las tasas de interés real en los países en desarrollo habían sido negativas a partir de los sesenta.<sup>7</sup>

Así, la represión financiera es usualmente definida por incluir al menos todas las formas de intervención gubernamental en los mercados financieros. Desde un punto de vista macroeconómico, existieron grandes déficit en el sector público, inflación alta, tipos de cambios sobrevaluados, tasas de interés bajas y préstamos extranjeros excesivos que originaron una crisis de deuda externa y cambiaria. Finalmente, la principal implicación es que la represión llevó a reducir el ahorro y por lo tanto, la inversión y el crecimiento.

---

<sup>7</sup> *Ibid.*, p. 9-13

Estos problemas fueron analizados por McKinnon y Shaw, quienes argumentaron que la represión sobre el sistema financiero ocasionaba una mala distribución del crédito y un lento crecimiento de la economía. La solución se encontraría en liberalizar sus mercados financieros domésticos. La pieza central de esta política sería la eliminación de los topes a las tasas de interés, lo cual incrementaría la calidad y la cantidad del crédito. La liberalización resultaría en tasas de interés más altas, lo que a su vez incrementaría la inversión y el crecimiento al proporcionar una cantidad más grande de ahorro.

El modelo dado por McKinnon<sup>8</sup> y Shaw<sup>9</sup> se enfoca específicamente al concepto de represión financiera, la cual se manifestaba a través de topes sobre las tasas de interés de préstamos y/o depósitos.

La tasa de interés real influye en el crecimiento de la economía a través de su efecto sobre el ahorro y la inversión. La inversión ( $I$ ) es una función negativa de la tasa de interés real ( $r$ ):

$$(1) \quad I = I(r) \quad I'(r) < 0$$

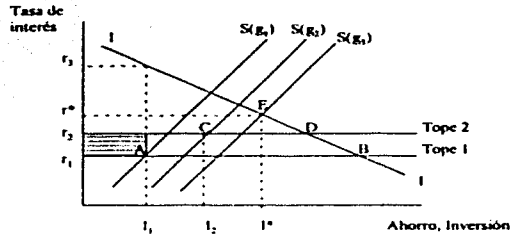
El ahorro está influido no solamente por la tasa de interés sino también por la tasa de crecimiento del ingreso nacional ( $g$ ):

$$(2) \quad S = S(r, g); \quad S'(r) > 0; \quad S'(g) > 0$$

El impacto de un tope a la tasa de interés sobre el ahorro y la inversión es demostrado en la siguiente figura.

---

<sup>8</sup> McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and capital in economic development*, Brookings, Washington, 1973; versión en español: *Dinero y capital en el desarrollo económico*, primera reimpression, CEMLA, México, 1983.



La función de ahorro es dibujada para tasas de crecimiento económico dadas, donde asumimos que el crecimiento  $g_1$  es menor que el crecimiento  $g_2$  y  $g_3$  ( $g_1 < g_2 < g_3$ ). Si la tasa de interés no está sujeta a topes, el equilibrio estaría en E, con una tasa de interés,  $r^*$  e inversión y ahorro igual a  $I^*$ . Suponemos inicialmente que el gobierno ha impuesto un tope (Tope 1) sobre la tasa de interés del ahorrador (sólo para depósitos, no para préstamos) y que este tope es tal que la tasa de interés sobre los depósitos está por debajo de su nivel de equilibrio,  $r^*$ , en donde, adicionalmente; la tasa de crecimiento económico es  $g_1$ . Con el tope sobre la tasa nominal de depósitos, los bancos pueden cobrar cualquier tasa de interés a la que ellos presten, por lo que el inversionista-prestatario se enfrentaría a una tasa de interés  $r_3$ , que es la tasa a la que se equilibra el mercado ante la restringida oferta de ahorro,  $I_0$ . Entonces, la tasa de interés cobrada será  $r_3$  con una inversión  $I_1$ . El margen al cual los bancos hacen sus actividades de préstamo ( $r_3 - r_1$ ) lo gastaría un sistema bancario regulado pero competitivo ajeno a los precios (publicidad y apertura de nuevas sucursales).

En la mayoría de las economías sujetas a represión financiera se imponen topes máximos a las tasas de interés no sólo de depósitos sino también de préstamos.

<sup>9</sup> Shaw, Edward S. (1973), *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, Nueva York, 1973.

Esto es así, por que el gobierno intenta alentar la inversión al reducir los costos de préstamos, por lo que también aplica el tope a las tasas de préstamos. Entonces, si el tope se aplica a ambas tasas, la inversión que se financia es  $I_1$  y la demanda por inversión AB es insatisfecha. Es decir, el crédito es racionado y algunas empresas con proyectos más rentables no tienen acceso al financiamiento y los proyectos que si se financian tienden a tener tasas de ganancias que están solo justo por arriba de los topes a las tasas de interés. Esto es así, por que los bancos prefieren otorgar créditos a proyectos menos riesgosos.

De acuerdo al análisis realizado por Maxwell Fry<sup>10</sup>, los topes máximos de las tasas de préstamos desalientan la toma de riesgo por parte de las instituciones financieras; no se pueden cobrar primas de riesgo cuando los topes máximos son obligatorios y efectivos. Este hecho racionaliza una gran proporción de las inversiones de alto rendimiento potencial. Por ello en una economía financieramente reprimida los rendimientos de las inversiones que si se financian suelen ser apenas superiores a la tasa de interés máxima permitida ( $r_1$ ). En la gráfica, los puntos situados justo arriba del tope 1 en el área sombreada, representan esas inversiones.

El impacto de la liberalización financiera puede ser vista si examinamos lo que pasa cuando las tasas de interés se incrementan. Aceptamos que el gobierno se compromete con una liberalización parcial e incrementa la tasa a un TOPE 2 (todavía debajo de la tasa de equilibrio determinada por el mercado). Aumentar la tasa de interés incrementa la eficiencia de la inversión; ahora los empresarios están emprendiendo proyectos con una tasa esperada de ganancias más alta. La tasa de crecimiento económico se incrementa de  $g_1$  a  $g_2$  y la función de ahorro se mueve a la derecha. Así el nuevo tope a la tasa de interés en  $r_2$  alienta los ahorros a  $I_2$ . El crédito restringido está todavía presente, pero éste ha sido reducido a la cantidad CD. Solamente cuando el gobierno liberaliza completamente las tasas de

---

<sup>10</sup> Fry, Maxwell, *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, CEMLA, México, 1990, p.20

interés la restricción sobre el crédito desaparece. El crecimiento económico se incrementa a  $g_3$  y el equilibrio entre el ahorro y la inversión es E.

Así el análisis de McKinnon y Shaw para una economía financieramente reprimida sugiere que los topes a las tasas de interés tienen los siguientes efectos:

- Reprimen el ahorro al promocionar el consumo actual;
- Reducen la calidad de la inversión al alentar a los bancos a financiar proyectos de baja rentabilidad.

Estos autores sugirieron eliminar los topes a las tasas de interés y, más generalmente, las regulaciones del gobierno, las cuales impedían al mercado de préstamos actuar competitivamente.

*Capítulo II*  
*Liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales:*  
*el caso de Chile*

## **Capítulo II. Liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales: el caso de Chile.**

### **II.1 Situación macroeconómica en el periodo 1973-81.**

En 1973, el país se desenvolvía en una aguda crisis económica. La inflación anual superaba el 500%. El producto había caído por segundo año consecutivo. El déficit fiscal equivalía al 24.7% del Producto Interno Bruto (PIB). La balanza comercial mostró un pequeño saldo positivo, pero la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 295 millones de dólares. El saldo final de la balanza de pagos era deficitario en 21 millones de dólares.

A partir de 1974, las autoridades aplicaron un programa de ajuste y liberalización destinado a restablecer los equilibrios macroeconómicos. Este programa se intensificó en 1975, debido al fuerte deterioro que experimentaron los términos de intercambio. El déficit fiscal pasó de 24.7% del PIB al 2.3% del PIB entre 1973 y 1976 respectivamente; y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, de un déficit de 295 millones de dólares a un superávit de 148 millones de dólares. El producto cayó por debajo del nivel registrado en 1973; la tasa de inflación bajó del 508% en 1973 al 174% en 1976 y la tasa de desempleo subió del 4.6% al 16.8% en el mismo periodo. El ajuste afectó principalmente a la inversión. La tasa de inversión bajó del 17.4% en 1974 al 15.4% en 1975 y luego a 12.6% en 1976.<sup>11</sup>

Una vez efectuado el ajuste, la economía entró en una senda de expansión que se vio favorecida por el mejoramiento de las condiciones externas y, en particular, por la fuerte afluencia de recursos externos. Entre 1976 y 1981, el producto creció a una tasa anual promedio del 7.9%; la inflación se redujo del 63.5% al 9.5%; la desocupación bajó del 13.2% al 11.1%; el resultado final del ejercicio fiscal pasó de un déficit equivalente al 1.8% del PIB a un superávit del 1.7% del PIB. Las cuentas externas registraron una masiva afluencia de recursos del exterior. La

---

<sup>11</sup> Costa, Rossana, "Política monetaria en Chile, 1982-89", *Monetaria*, Vol. XVI, No. 3, julio-septiembre 1990.



cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un saldo deficitario de 551 millones de dólares en 1977 a otro también deficitario de 4,733 millones. Esta masiva afluencia de recursos se vio favorecida por la aplicación de una política de cambio nominal fijo que condujo a una significativa revaluación del peso.

Durante este periodo de expansión, la tasa de inversión se elevó del 13.3% en 1977 al 19.5% en 1981. El ahorro interno no mostró la misma tendencia. La tasa de ahorro interno pasó del 10.7% del PIB en 1977 al 8.2% del PIB en 1981. El aumento de la inversión se financió con ahorro externo. La tasa de ahorro externo subió de 3.7% del PIB en 1977 al 14.5% del PIB en 1981. El ahorro externo sustituyó parcialmente al ahorro interno.

Si bien los signos característicos de una crisis, como son el déficit fiscal y la inflación descontrolada, no estaban presentes, la economía comenzó a mostrar ciertos desequilibrios y distorsiones evidentes en los últimos años de este periodo. El más significativo fue el exceso de gasto privado financiado con recursos externos. Este se manifestaba principalmente en un fuerte déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que alcanzaba niveles insostenibles. Simultáneamente el nivel de endeudamiento había alcanzado niveles exageradamente altos.

**Cuadro 1. Indicadores macroeconómicos, Chile: 1973-1981**

Concepto	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
PIB									
(tasa de crecimiento)	-5.6	1.0	-12.9	3.5	9.9	8.2	8.3	7.8	5.5
Tasa de inflación (%)	50.8	17.5	10.1	7.7	7.3	7.3	7.3	12.2	12.2
Inversión (% del PIB)	14.7	17.4	15.4	12.7	13.3	14.5	15.6	17.6	19.5
Ahorro interno (% del PIB)	5.2	2.0	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
Ahorro externo (% del PIB)	2.7	0.4	5.2	-1.7	3.7	5.2	5.4	7.1	14.5
Déficit fiscal (% del PIB)	-2.7	-10.5	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
Balanza comercial (millones de dólares)	21	257	70	643	34	-426	-355	-764	-2,677
Cuenta corriente (millones de dólares)	-5	-11	-91	-91	-91	-91	-91	-91	-91
Balanza de pagos (millones de dólares)	-21	-55	-344	281	118	712	1,047	1,244	67
Tasa de desocupación (%)	4.6	9.7	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2
Deuda externa (millones de dólares)	-	-	4,858	4,720	5,201	6,664	8,484	11,084	15,542

Fuente: Banco Central de Chile.

## 11.2 Las reformas hacia el proceso de liberalización financiera.

La liberalización del sistema financiero comenzó a finales de 1973 y se hizo como parte de una estrategia gubernamental para establecer un sistema económico orientado al mercado abierto, al comercio extranjero y a los flujos de capital internacional. La liberalización financiera estuvo basada en la idea de que las tasas de interés determinadas por el mercado estimularían el crecimiento económico, tasas de interés reales positivas incrementarían el ahorro, y la distribución del crédito basado en el mercado mejoraría la calidad de la inversión.

### El programa de la reforma.<sup>12</sup>

La primera fase de la reforma financiera se inició a comienzos de 1974 y se extendió hasta finales de 1977. Las principales medidas adoptadas en el ámbito bancario fueron: liberalización de la tasa de interés y las operaciones bancarias;

<sup>12</sup> El proceso contempló, en primer lugar, la liberalización interna y sólo posteriormente, la liberalización externa. La liberalización interna se efectuó conjuntamente con un programa de estabilización macroeconómica; y la externa estuvo precedida por la reforma al comercio exterior.

flexibilización de las barreras de entrada al mercado bancario; introducción de las sociedades financieras e introducción de una cláusula de reajustabilidad para las operaciones de largo plazo; la autorización para que los bancos extranjeros abrieran oficinas de representación o sucursales; la privatización de los bancos intervenidos y nacionalizados en el periodo de 1970-1973; la gradual pero continua rebaja de las tasas de interés; la definición del Banco Central como banquero exclusivo de las instituciones bancarias y la prohibición para que éste otorgara préstamos al sector público y al sector privado no financiero; la introducción de un nuevo instrumento financiero, denominada letra de crédito hipotecaria reajutable para el financiamiento de créditos para la adquisición de viviendas; y la racionalización de los impuestos indirectos a las operaciones bancarias.

Las principales medidas en el ámbito del mercado de valores fueron: la liberalización de las operaciones de las comisiones de los intermediarios de valores; la liberalización de las operaciones de las compañías de seguros; la autorización para que las corporaciones se endeudaran directamente en el exterior; la flexibilización de las operaciones de los fondos mutuos; y la homogenización del tratamiento tributario a los distintos instrumentos e intermediarios.<sup>13</sup>

Dos acontecimientos ocurridos en esta etapa fueron: la quiebra de las asociaciones de ahorro y préstamos y la crisis que afectó al Banco de Osorno y a un importante grupo de sociedades financieras<sup>14</sup>. Las asociaciones de ahorro y préstamos se vieron enfrentadas a serios problemas de desintermediación. Estas instituciones tomaban depósitos de corto plazo y otorgaban préstamos de largo plazo. A comienzos de 1975 comenzó a producirse un retiro de depósitos de estas instituciones motivado, en parte, por las altas tasas de interés que ofrecían estos

---

<sup>13</sup> Fontaine, Juan Andrés, *La construcción de un mercado de capitales, el caso de Chile*, Banco Mundial, Washington, D.C., 1996 p 26 - 28

<sup>14</sup> Costa, Rossana, "Política monetaria en Chile, 1982-89", *Monetaria*, Vol. XVI, No. 3, julio-septiembre 1990.

intermediarios. Además, las regulaciones que afectaban a estas instituciones se modificaron, lo que produjo desconfianza en el público.

Estos acontecimientos llevaron al Gobierno a emprender algunas acciones rectificadoras menores. Por ejemplo, se prohibieron las instituciones informales, se establecieron requisitos más estrictos en materia de capital para las sociedades financieras, y se fortaleció institucionalmente a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**La segunda fase de la reforma financiera** se extendió desde finales de 1977 hasta fines de 1979. Las políticas que caracterizaron a esta etapa fueron las orientadas a lograr la apertura a los mercados internacionales y la eliminación de las discriminaciones que persistían entre instrumentos e instituciones. Las principales medidas adoptadas en el ámbito bancario fueron: autorización para que los bancos se endeudaran en el exterior y transfirieran los recursos obtenidos bajo la forma de créditos de libre disponibilidad en moneda extranjera; eliminación gradual de las diferencias entre instituciones bancarias y avance hacia un esquema de multibanca; y autorización para que los bancos efectuaran operaciones de emisión de acciones.<sup>15</sup> Además, durante este periodo se comenzó a estudiar la reforma al mercado de valores.

**La tercera fase** comprendió desde fines de 1979 a fines de 1981. Entre las medidas adoptadas en esta fase destacaron la transformación de los bancos de fomento en bancos comerciales y la eliminación de diferencias entre bancos comerciales y sociedades financieras. A finales de este periodo, los bancos se encontraron con sus carteras muy deterioradas. Anticipando las dificultades que vendrían, se introdujo una reforma a la Ley de Bancos que fortaleció las atribuciones de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras., especialmente en lo que se refiere al tratamiento de instituciones afectadas por

---

<sup>15</sup> Le Fort, Guillermo, "Desarrollo financiero y estabilidad macroeconómica en la experiencia chilena, 1975-92", *Monetaria*, abr-jun 1994, p. 130-133

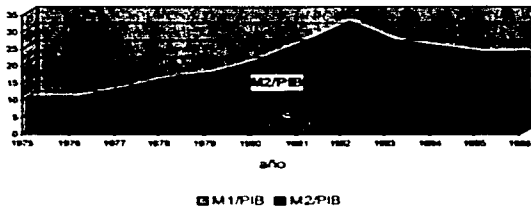
situaciones de mala administración e insolvencia.<sup>16</sup> Finalmente, a fines de 1981 se promulgaron los dos principales cuerpos que regulaban a este mercado: la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas.

### Resultados de las reformas en el sistema financiero.

#### a) Profundización financiera.

El PIB del sector financiero creció a una tasa anual promedio del 14.8% entre 1974 y 1981. Su participación relativa en el PIB total se elevó del 5.3% en 1974 al 10.6% en 1981. El ahorro financiero, definido como la suma de todos los pasivos financieros, creció a una tasa anual promedio del 29.5% en el periodo 1974-1981. Estas mismas tendencias se observaron en el sistema bancario. El número de bancos y sociedades financieras subió de 21 en 1974 a 60 en 1981, mientras que los bancos extranjeros pasaron de 1 en 1974 a 17 en 1981.

Indicadores monetarios: M1 y M2, Chile. 1975-1986  
(proporción del PIB)



Notas: M1=Dinero privado; M2=M1+depósitos a plazos.  
Fuente: Banco Central de Chile.

#### b) Ahorro financiero y ahorro real.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Fontaine, op.cit. p. 28

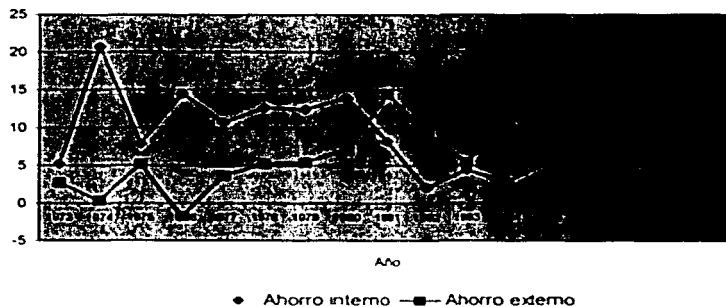
<sup>17</sup> El ahorro financiero es aquella parte de la riqueza total que se mantiene bajo la forma de activos financieros negociados a través del sistema financiero o el mercado de valores. El ahorro real es

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

El ahorro real no siguió la misma tendencia que el ahorro financiero. El ahorro nacional se mantuvo en sus bajos niveles históricos e incluso descendió en algunos años. Además, experimentó fuertes fluctuaciones, moviéndose entre una tasa máxima del 20.7% en 1974 a una del 7.9% en 1975. El alza de interés real que trajo consigo el proceso de liberalización afectó positivamente el ahorro financiero, pero no afectó el ahorro real.

La tasa de ahorro externo subió del 0.4% en 1974 al 14.5% en 1981. El ahorro externo sustituyó al ahorro interno y no se tradujo en un aumento de la inversión real. La tasa de inversión se mantuvo en sus niveles históricos fluctuando entre un 12.7% en 1976 y un 19.5% en 1981.

Ahorro interno y externo, 1973-1989,  
(% del PIB)



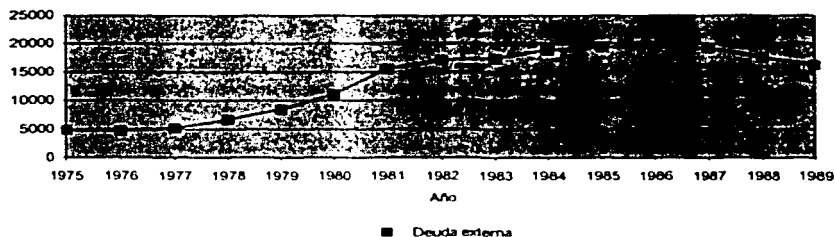
Fuente: Banco Central de Chile

c) Sobreendeudamiento del sector privado.

aquella parte del ingreso o producto anual que se sustrae del consumo. El primero es un stock mientras que el segundo es un flujo.

El fuerte endeudamiento del sector privado se elevó del 5% en 1975 al 57% en 1981 como proporción del PIB. Este sobreendeudamiento surge como resultado de una fuerte demanda de créditos validada por las instituciones bancarias.

**Deuda externa, 1975-1989**  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile

d) Altas tasas de interés.

La liberalización permitió que las tasas de interés reales cambiaran de signo, pasando de valores negativos a positivos. Pero las tasas reales no sólo se tomaron positivas, como se esperaba, sino que subieron alcanzando niveles exageradamente altos.

**Cuadro 2. Sistema bancario: tasas de interés y crédito, Chile 1973-1981**

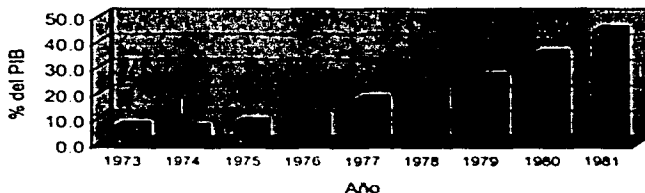
Año	(A) Tasas nominales		(A) Tasas reales		(B) Crédito al sector privado (% del PIB)
	Captaciones	Colocaciones	Captaciones	Colocaciones	
1973	-	79.6	-	-70.5	7.0
1974	-	100.0	-	-	3.3
1975	267.4	411.3	-16.6	16.0	8.3
1976	197.9	151.7	2.1	2.1	6.1
1977	93.7	156.4	18.5	56.8	17.3
1978	62.6	15.5	2.1	2.1	2.3
1979	45.1	62.0	4.4	16.6	26.0
1980	37.2	60.1	1.1	1.1	34.1
1981	40.8	51.9	28.6	38.7	44.5

Fuente: La columna A se tomaron de Marshall, *El sistema financiero y el mercado de valores de Chile, 1991* y la columna B se tomó de Ramos, *Política económica neoliberal del Cono Sur de América Latina, 1974-1983, 1989*

e) Asignación de los recursos de inversión.

Uno de los objetivos perseguidos por la reforma fue mejorar la asignación de los recursos financieros, de manera que éstos se canalizaran a los proyectos, actividades y sectores con las más altas tasas de rentabilidad. La liberalización de la tasa de interés era sin duda una condición necesaria para lograr el eficiente funcionamiento de este mercado, pero no era suficiente.

**Crédito al sector privado, 1973-1981**  
(% del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile



La falta de una regulación preventiva o prudencial generó condiciones para que los fondos no se asignaran con criterios de eficiencia económica. Entre 1973 y 1981, el volumen real del crédito total al sector privado aumentó más de 1100%<sup>18</sup>

f) Innovación financiera.

En la innovación financiera destacaron la introducción de un mecanismo de reajustabilidad instantánea aplicable a todos los instrumentos financieros de mediano y largo plazo, que brindó protección en contra del riesgo de la inflación, y la letra de crédito hipotecaria utilizada para el financiamiento de los créditos para la adquisición de la vivienda.

No hay duda de que, al menos en términos del aumento del grado de intermediación financiera, la reforma de liberalización fue un éxito. Sin embargo, desde el principio se hizo evidente que la reforma del mercado de capitales enfrentaba tres problemas principales. En primer lugar las tasas de interés eran muy elevadas. En segundo lugar, a pesar del crecimiento muy significativo del grado de intermediación financiera, el ahorro interno no aumentó, de hecho el ahorro se situó en uno de los niveles más bajos. En tercer lugar, el acelerado crecimiento del sector financiero se dio en un medio ambiente no supervisado por las autoridades monetarias. Como resultado de ello, numerosos bancos acumularon un volumen sin precedente de préstamos malos, lo que finalmente condujo a la crisis de 1982.<sup>19</sup>

### II.3 La crisis de los años ochenta en el sistema financiero

---

<sup>18</sup> Edwards, *op.cit.* p.72

### **Causas y consecuencias de la crisis.**

El sistema financiero chileno enfrentó una severa crisis en el periodo 1982-83. Numerosas instituciones financieras bancarias y no bancarias vieron comprometida su solvencia entre 1981 y 1984. La crisis sobrevino por factores tanto externos como internos al sistema financiero. Los primeros tienen relación con el entorno macroeconómico; y los segundos, con la regulación, supervisión y administración de las instituciones financieras.<sup>20</sup>

**Causas externas.** Cuatro causas externas contribuyeron a generar la crisis: deterioro de las condiciones económicas internacionales que afectaron la economía chilena; un manejo macroeconómico que descuidó ciertos equilibrios internos; la entrega de señales erróneas a los agentes económicos y la política de los bancos extranjeros.

A partir de 1981, los parámetros externos para el desenvolvimiento de la economía chilena experimentaron un fuerte deterioro. La tasa de interés internacional subió, los términos de intercambio cayeron, la demanda externa de las exportaciones se contrajo, y la oferta de recursos externos se redujo hasta su total extinción. La economía enfrentaba en ese momento algunos desajustes macroeconómicos senos, como resultado de las políticas gubernamentales. La decisión de mantener un tipo de cambio nominal fijo durante un largo tiempo con una inflación interna muy superior a la externa provocaba una fuerte caída en el tipo de cambio real, e inducía a un significativo y creciente déficit en la cuenta comercial de la balanza de pagos y un exceso de gasto interno.

Debido a que los conductores de la política económica manifestaron reiteradamente que el tipo de cambio nominal no sería modificado se indujo a varias empresas a contraer niveles de endeudamiento muy altos en relación con

---

<sup>19</sup> Edwards, *op.cit.* p.74

<sup>20</sup> Marshall, Enrique, *op.cit.* p. 28-29.

sus volúmenes de actividad real, lo que aumentó la preferencia por el endeudamiento en moneda extranjera. Chile ejerció una significativa demanda por financiamiento externo en estos años.

**Causas internas.** Los factores internos que contribuyeron a generar y/o agravar la crisis fueron:

- Falta de transparencia informativa.
- Falta de una regulación preventiva.
- Permisividad de los supervisores<sup>21</sup>.
- Malas prácticas bancarias.
- Expectativas de una garantía estatal a los depósitos.
- Participación de los grupos económicos en el mercado de valores.<sup>22</sup>
- Alza excesiva de los precios de las acciones.

#### **Ambiente macroeconómico durante la crisis.**

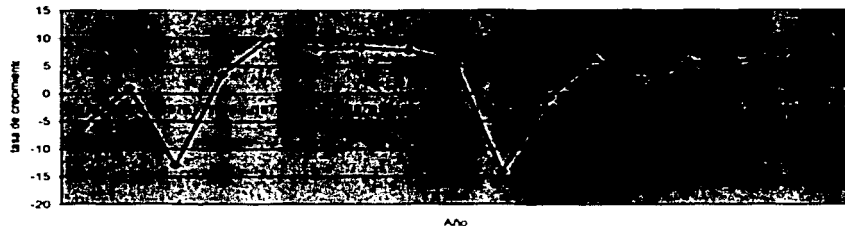
Los indicadores macroeconómicos mostraron que la economía cayó en una profunda y prolongada recesión entre 1982 y 1983. El PIB disminuyó en 14.1% en 1982; y volvió a caer en 0.7% en 1983. El desempleo subió del 11.1% en 1981 al 22.1% en 1982, y a 22.2% un año más tarde. La inflación, que había alcanzado el nivel del 9.5% en 1981, se elevó al 20.7% en 1982 y a 23.1% en 1983.

---

<sup>21</sup> Los organismos encargados de la vigilancia de las actividades financieras perdieron relevancia y quedaron reducidos a una mínima expresión institucional.

<sup>22</sup> Los grupos empresariales no se limitaron a controlar los bancos y a utilizar el crédito bancario. También incursionaron en el mercado de valores con el objeto de captar nuevos recursos para financiar sus empresas y la expansión de sus actividades.

Producto Interno Bruto, 1973, 1989  
(tasa de crecimiento)



Fuente: Banco Central de Chile

El deterioro de las condiciones macroeconómicas produjo un serio impacto en los deudores del sistema financiero. Las personas y empresas mantuvieron en general muy altos niveles de endeudamiento. La reducción de los flujos operacionales y la drástica caída del valor de los activos que sirvieron como garantías a los créditos condujo a cesación de pagos e insolvencia de numerosas personas y empresas. La cartera vencida del sistema financiero, expresada como porcentaje de la cartera total, subió rápidamente, pasando del 2.3% a fines de 1981 al 4.1% en diciembre de 1982 y al 18.4% a fines de 1983.

La suma de los créditos vencidos y riesgosos, reconocidos como tales y expresados como porcentaje de la cartera total, se elevó del 2.3% en 1981 al 8.2% en 1982 y alcanzó al 18.3% en 1983. Este fuerte deterioro de la cartera comprometió la solvencia del sistema bancario. La cartera improductiva y de difícil recuperación neta de provisiones por incobrables, que representaba un 15.2% del patrimonio del sistema financiero en 1981, pasó al 45.7% en 1982 y saltó al 109.6% en 1983. Esto quiere decir que las pérdidas de cartera superaron a los resguardos patrimoniales, quedando el sistema con un patrimonio económico negativo.

Las autoridades optaron por intervenir a las instituciones bancarias en crisis y responder a los depositantes y acreedores externos. Durante el curso de 1981 y 1982, once instituciones bancarias fueron intervenidas y posteriormente liquidadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Junto con la intervención de las instituciones financieras, varios fondos mutuos vinculados a los grupos económicos entraron en crisis. Las autoridades decidieron cerrarlos y liquidarlos.

En el cuadro 3 se muestran los principales indicadores macroeconómicos durante la crisis financiera a partir de 1981.

Cuadro 3. Indicadores macroeconómicos, Chile: 1982-1986

Concepto	1981	1982	1983	1984	1985	1986
PIB						
(tasa de crecimiento)	5.5	-14.1	-0.7	6.3	2.4	5.7
Tasa de inflación anual	2.3	20	2	21.0	26.1	17.4
Inversión (% del PIB)	19.5	15.0	12.9	13.2	14.8	15.0
Ahorro interno (% del PIB)	14.7	10.1	8.1	10.1	12.1	14.7
Ahorro externo (% del PIB)	14.5	9.2	5.4	10.7	8.3	6.9
Déficit fiscal (% del PIB)	1.7	2.4	2.1	1.0	1.5	2.8
Balanza comercial (millones de dólares)	-2,677	62	986	363	850	1,100
Cuenta corriente (millones de dólares)	-1,231	-1,000	-1,117	-1,115	-1,220	-1,137
Balanza de pagos (millones de dólares)	67	-1,165	-541	17	-99	-228
Tasa de desocupación	11.1	22.1	22.0	19.2	16.1	13.5
Deuda externa (millones de dólares)	15,542	17,153	17,431	18,877	19,444	19,501

Fuente: Banco Central de Chile

**Decisiones de política adoptadas para el saneamiento y recuperación del sistema financiero.**

a) Medidas para aliviar a los deudores.

La drástica devaluación de 1982 y años siguientes produjo una fuerte alza de las obligaciones en moneda extranjera de los deudores del sistema financiero. El Banco Central otorgó a los deudores del sistema financiero un tipo de cambio preferencial. Este programa se extendió desde 1982 hasta 1987. Este mecanismo alivió significativamente la situación de los deudores, pero fue uno de los más costosos para el Banco Central.

Otra medida importante fue la reprogramación generalizada de los deudores comerciales o productivos del sistema bancario. El Banco Central impartió instrucciones a las instituciones financieras para que reprogramaran una fracción significativa de los compromisos de estos deudores. Para ello otorgó a estas instituciones líneas de crédito especiales. Los deudores recibieron condiciones muy convenientes en cuanto a tasas de interés, plazos y periodos de gracia.<sup>23</sup>

Finalmente, otro mecanismo que beneficio directamente a los deudores fue el de la desdolarización de las deudas. A los pequeños y medianos deudores se les brindó la oportunidad de transformar sus compromisos en moneda extranjera por otros nuevos expresados en moneda nacional, aplicando la tasa de cambio preferencial. Con ello estos deudores eliminaron definitivamente el riesgo de cambio el costo de estas operaciones fue absorbido por el Banco Central.

b) Medidas destinadas a recuperar la solvencia del sistema financiero.

El principal mecanismo aplicado para la recuperación de la solvencia del sistema financiero fue la venta de cartera al Banco Central. Este último ofreció a las

---

<sup>23</sup> Marshall, *op.cit.*, p. 35-37.

instituciones bancarias comprar sus carteras vencidas y riesgosas hasta por una suma equivalente a 2.5 veces sus respectivos capitales y reservas. Las instituciones sanearon sus carteras y restablecieron su base patrimonial. Los accionistas asumieron el compromiso de pagar al Banco Central una suma equivalente a la cartera vencida con cargo a los excedentes que generaran sus respectivas instituciones. El compromiso adquirido con la autoridad monetaria quedó expresado en unidades reajustables y sujeto a un interés del 5% anual.<sup>24</sup>

#### II.4 Evolución del sistema financiero 1984-1989.

##### a. En el sistema financiero.

- *Recapitalización y privatización de los bancos intervenidos.* Los bancos intervenidos durante la crisis de 1982-83, fueron sometidos al programa de venta de cartera al Banco Central y recapitalizados por el Estado para posteriormente ser vendidos al sector privado.
- *Introducción de un esquema de regulación y supervisión preventiva o prudencial.* Después de la crisis, las autoridades introdujeron un nuevo esquema de regulación y supervisión bancaria de naturaleza preventiva o prudencial.
- *Ampliación del giro de los bancos.* Las autoridades permitieron a los bancos constituir sociedades filiales con el objeto de intermediar valores o prestar servicios financieros complementarios.
- *Reformas a la Ley General de Bancos.* La Ley General de Bancos fue reformada en 1986 y luego en 1988 y 1989 con el objeto de incorporar en ella los principios y conceptos del nuevo enfoque preventivo o prudencial aplicado a la regulación y supervisión bancaria.

---

<sup>24</sup> Fontaine, *op.cit.*, p. 57-59.

- *Restricciones a la entrada de nuevas instituciones.* A partir de 1984, el número de bancos dejó de aumentar e incluso tendió a disminuir en los años siguientes. El objetivo era brindar protección a los bancos nacionales afectados por la crisis.

**b. En el mercado de valores.**

- *Privatización de empresas públicas y extensión del universo de accionistas de las sociedades anónimas.* Con este proceso se amplió el universo de accionistas.
- *Introducción de un esquema de regulación y supervisión preventivo en el mercado de valores.* Las disposiciones contenidas en ese cuerpo legal fueron perfeccionadas y complementadas en este periodo, a partir de la Ley de Mercado de Valores promulgada en 1981, en la cual se introdujo el sistema de clasificación de riesgo, así como, la introducción y aplicación de los conceptos de grupo empresarial, controladores y personas relacionadas.
- *Consolidación del proceso de creación de los fondos de pensiones.* Los fondos de pensiones comenzaron a operar en 1981. Las autoridades aplicaron una estricta vigilancia sobre las administradoras con el objeto de mantener la estabilidad de los fondos, ello permitió que estos no se vieran afectados por la crisis del sistema financiero y entraron en una etapa de plena consolidación en el curso de los años ochenta, convirtiéndose en los principales inversionistas institucionales del país.
- *Flexibilización de las normas sobre inversiones de los fondos de pensiones.* Los recursos acumulados en los fondos comenzaron a crecer rápidamente a partir de su constitución. Los cambios más importantes introducidos en



este periodo fueron: la autorización para invertir en acciones y sociedades anónimas abiertas con un límite del 30%, la reducción del límite máximo para los títulos emitidos por el Estado o el Banco Central del 100% al 45%; la reducción del límite máximo para los bonos de empresas del 60% al 50%; la introducción de un factor de riesgo para ajustar el límite por emisor asignado a las acciones; y la flexibilización del plazo promedio ponderado exigido a las inversiones de renta fija.

- *Introducción de mecanismos de conversión de la deuda externa.* A partir de 1986 el Banco central diseño y puso en aplicación varios mecanismos de conversión de títulos de la deuda externa en capital. Con ello se perseguían varios objetivos: reducir la deuda externa, crear incentivos adicionales para la inversión extranjera; y reducir el nivel de endeudamiento de las empresas.
- *Ampliación del giro de los inversionistas institucionales.* Específicamente se autorizó a los fondos de pensiones para captar depósitos, distintos a las cotizaciones previsionales, bajo la forma de ahorros voluntarios. Con ello los fondos de pensiones pasaron a competir con los bancos comerciales en la prestación del servicio de cuentas de ahorro.
- *Introducción del sistema de clasificación de riesgo para los valores de oferta pública.* Según las disposiciones aprobadas, los emisores deben contratar por los menos dos clasificadores privados distintos e independientes entre sí.<sup>25</sup>

En el ambiente macroeconómico, la recuperación se encontró rápidamente con la restricción impuesta por la disponibilidad de recursos externos. El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos se había reducido de 4,733 millones de dólares en 1981 a 1,117 millones en 1983. En 1984, el crecimiento de la economía

---

<sup>25</sup> Los fondos de inversión son patrimonios formados con aportes privados nacionales destinados a su inversión en una amplia gama de títulos y bienes, incluidos bienes raíces. Los fondos de inversión de capital extranjero son patrimonios formados con aportes realizados fuera del territorio nacional con el objeto de ser invertidos en títulos de oferta pública. Las sociedades inmobiliarias

revirtió esta tendencia, elevando el saldo deficitario a 2,111 millones y continuaba en una tendencia ascendente. Las autoridades reaccionaron adoptando nuevas medidas de ajuste. En 1985, el producto creció sólo en un 2.4% y la inflación se elevó al 26.4%. El saldo de la cuenta corriente se redujo a 1,329 millones de dólares.

A partir de 1986, la economía entró en un proceso de expansión, que se extendió ininterrumpidamente hasta 1989. El PIB creció a una tasa anual promedio del 7.2% en el curso de este periodo. La tasa de desocupación se redujo del 16.4% en 1985 al 10% en 1989. La inflación se mantuvo controlada en el rango del 10% al 20%.

La estrategia de apertura al exterior mostró importantes logros en este periodo. Las exportaciones pasaron de 4,199 millones en 1986 a 8,080 millones. El saldo comercial pasó de 1,100 millones en 1986 a 1,578 millones en 1989. El saldo deficitario de la cuenta corriente bajó de 1,137 millones a 905 millones. La positiva evolución de la economía fortaleció al mismo tiempo la cuenta de capitales. Aumentaron los flujos de inversión extranjera, se incrementaron las líneas de financiamiento para el comercio exterior. Así, la balanza de pagos pasó de un déficit de 228 millones de dólares en 1986, a un superávit de 437 millones en 1989. La deuda externa, que había crecido ininterrumpidamente en el transcurso de los años 70 y primera mitad de los 80, inició a partir de 1986 un gradual pero sostenido descenso. El saldo adeudado se redujo de 19,501 millones a 16,250 millones en 1989. La introducción de un completo programa de conversión de títulos de la deuda externa en 1985 explica en gran medida esta reducción.

Las tasas de interés, que habían alcanzado en el pasado niveles extraordinariamente altos, bajaron y se situaron en niveles normales. Las tasas de

---

son aquellas que tienen como giro único el negocio inmobiliario y el de mutuos hipotecarios con cláusula a la orden.

interés cobradas por los bancos comerciales se ubicaron en el rango de 7-12% para operaciones no reajustables y de 7-10% para operaciones reajustables.

La inversión subió significativamente en el transcurso de estos años. La tasa de inversión se elevó del 15% en 1986 al 18.6% en 1989. Este proceso fue financiado principalmente con un aumento del ahorro interno. La tasa de ahorro interno aumentó del 7.7% en 1986 al 16.8% en 1989. El ahorro externo disminuyó del 6.9% en 1986 al 3.6% en 1989.

**Cuadro 4. Indicadores macroeconómicos, Chile: 1987-1989**

Concepto	1987	1988	1989
PIB			
(tasa de crecimiento)	5.7	7.4	10.0
Tasa de inflación anual			
Inversión (% del PIB)	16.5	17.0	18.6
Ahorro interno (% del PIB)			
Ahorro externo (% del PIB)	4.3	0.7	3.6
Deficit fiscal (% del PIB)			
Balanza comercial (millones de dólares)	1,229	2,219	1,578
Cuenta corriente (millones de dólares)			
Balanza de pagos (millones de dólares)	45	732	437
Tasa de desocupación	12.3		10
Deuda externa (millones de dólares)	19,208	17,638	16,250

Fuente: Banco Central de Chile.

## II.5 Resultados macroeconómicos de Chile en los noventa.

Como resultado del desempeño económico mostrado por Chile en la década de los noventa, Chile atrajo gran interés internacional y se le ha mencionado frecuentemente como un ejemplo de modelo de reestructuración, liberalización y estabilización. El interés por la economía chilena se reforzó a partir de 1990, cuando después de dieciséis años de régimen autoritario, surgió un gobierno democrático.

Las dos administraciones democráticas de la década de los noventa han contado con el apoyo de distintos sectores sociales y políticos, y su estrategia de desarrollo de mediano plazo se ha basado en la expansión de las exportaciones y en la importancia de contar con equilibrios macroeconómicos sostenibles; y han dado prioridad a la tarea de reducir los altos índices de pobreza y de una mejor distribución del ingreso.

La transición observada del modelo chileno resulta ser un paradigma en cuanto a las reformas económicas. De hecho, varias de estas reformas, como ya se expuso anteriormente, fueron implementadas en los setenta con enormes costos tangibles por un prolongado tiempo.

Por otra parte, la opinión más favorable que existe sobre el experimento chileno de transformación y estabilización económica es el resultado de los desarrollos que se dieron en el campo económico en los últimos años del gobierno de Pinochet en los que se llevó a cabo una conducción macroeconómica más pragmática. Luego, a partir de 1990 se inicia un periodo en el que se realizaron nuevas reformas a las ya establecidas en los ámbitos macroeconómico y social.

En 1990, se promovió un proyecto de reforma laboral, cuyo objetivo era equilibrar los poderes de negociación del patrón y de los trabajadores, procurando darle una mayor legitimidad a la legislación laboral.<sup>26</sup> Por otra parte, el nuevo gobierno también tenía la preocupación de contar con mayores ingresos para destinarlos a grupos de menores recursos por lo que en ese mismo año se envió al Congreso chileno una iniciativa de reforma tributaria.

---

<sup>26</sup> Cortazar 1996 (ed), "A Labor Policy for a New Reality", en C. Pizarro, D. Raczynski y J. Vial (eds.), *Social And Economic Policies in Chile's Transition to Democracy*, CIEPLAN/UNICEF, Santiago.

Sin embargo, estas y otras reformas que se enviaron al Congreso siempre contaron con serias dificultades por parte de los senadores designados, de acuerdo a la Constitución diseñada por Pinochet<sup>27</sup>.

La nueva reforma laboral eliminó el derecho a despido injustificado, pero permitió una causa general de necesidad de la empresa. La indemnización se mantuvo en un mes de salario por año de servicio en la firma, pero se aumentó el máximo de 5 a 11 meses.

La nueva legislación eliminó la prohibición de formar sindicatos, extendió los objetivos de las organizaciones laborales, aumentó la protección de los sindicatos y permitió el financiamiento de sus actividades. Además, eliminó la duración máxima de 60 días para las huelgas.

#### **a. La política monetaria y movilidad de capitales.**

Un año antes de la entrada del gobierno democrático las importaciones de bienes y servicios crecieron en un 35% y en el último cuatrimestre de 1989 la tasa anualizada de inflación ascendió a más del 30%, con una clara tendencia al alza.

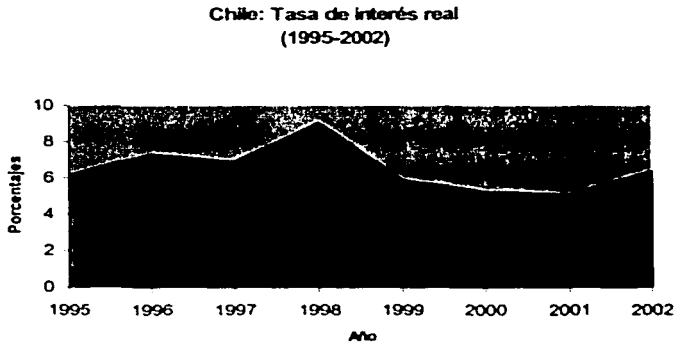
El Banco Central de Chile implementó una fuerte contracción monetaria para controlar el gasto agregado y de esta manera las importaciones y la inflación, la tasa de interés real de los títulos a diez años del Banco Central aumentó de 6.9% a finales de 1989 a 9.7% a principios de 1990, lo que indujo a un cambio en la composición de las carteras de inversión, trasladándose gran cantidad de recursos financieros de instrumentos de corto plazo a los de más largo plazo. Con ello se incrementó la tasa de interés real de corto plazo, de 6% a principios de 1989 a

---

<sup>27</sup> Los senadores designados totalizaban 9, de un total de 47, y permanecían en el cargo por 8 años. De ellos 4 son nominados por el Consejo de Seguridad Nacional (donde los miembros de las fuerzas armadas son mayoría), 3 por la Corte Suprema y 2 directamente por el Presidente de la República (en ese entonces Pinochet)

13.3% en marzo de 1990. Posteriormente, en la década, de noventa la tasa de interés se mantuvo constante y en promedio menor al 7%.

El ajuste se vio ampliamente complicado por el exceso de entrada de capitales que experimentó Chile al igual que otras economías latinoamericanas desde principios de los años noventa. La brecha entre tasas de interés internas e internacionales aumentó de manera significativa, lo que provocó una fuerte entrada de capitales especulativos de corto plazo, y una caída del tipo de cambio desde el techo al piso de su banda de fluctuación de 10%, en la segunda mitad de 1990. Aunado a esto, el Banco Central se vio en la necesidad de comprar fuertes sumas de dólares para defender el piso de la banda.



TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

Fuente: Banco Central de Chile

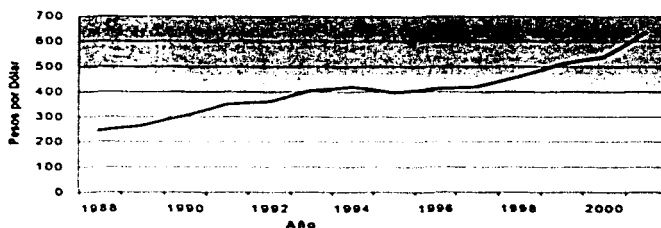
El ajuste, que resultaba inevitable dado el desequilibrio macroeconómico generado en 1988-89, sirvió para detener enérgicamente el rebrote inflacionario de la segunda mitad de 1989 y del desequilibrio del sector externo. Las autoridades monetarias enviaron una clara señal de que estaban dispuestas a combatir una economía sobreexpandida, y, de esta forma, lograr equilibrios macroeconómicos

sostenibles. Además, el impacto sobre otras variables económicas (salarios reales, tasa de desempleo e inflación) fue mucho menor y se revirtió rápidamente.

Durante los cuatro años de gobierno del presidente Patricio Alwin (1990-1994), la fuerte entrada de capitales, tanto de corto como de mediano plazo, amenazaba con reducir en gran medida la capacidad de la autoridad para conducir su política monetaria de manera independiente de los acontecimientos externos, dado que se pretendía evitar fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real. La menor efectividad de la política monetaria; es decir, la capacidad de fijar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio, se vuelve complicada cuando se cuenta con una política fiscal rígida en el corto plazo.

Un tipo de cambio real estable debidamente ajustado por los cambios en la productividad era esencial para alcanzar la estrategia de desarrollo de mediano plazo elegida por el país, basándose en la expansión de las exportaciones y sustitución suficiente de las importaciones de bienes intermedios.

Chile: Tipo de Cambio Real  
(1988-2001)



Fuente: Banco Central de Chile

evidencia, tanto teórica como empírica indicaba que si existía una inestabilidad excesiva del tipo de cambio real esto tendría como consecuencia un impacto depresivo sobre las exportaciones y sobre la inversión productiva privada. Se pensó aislar al sector de los bienes comerciales de los shocks transitorios macroeconómicos, dado el efecto más permanente que estos tienen sobre el sector comerciable<sup>28</sup>. En esta misma línea, se estima que fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real y/o en las tasas reales de interés causadas por los flujos de capital especulativo de corto plazo tienen un impacto negativo sobre la inversión privada<sup>29</sup> y sobre el crecimiento.

Así mismo, tanto la teoría como la evidencia internacional muestran que un proceso sostenido de desarrollo económico tiende a ser acompañado por una apreciación de la moneda nacional. De esta forma, puede resultar muy costoso intentar mantener el tipo de cambio real sobre su nivel de equilibrio de largo plazo por un periodo muy prolongado y no permitir que este refleje dichos cambios estructurales.

En este sentido, las autoridades encargadas de política económica enfrentaron dos importantes dilemas. Por una parte, la necesidad de diferenciar entre las presiones revaluatorias permanentes, resultantes del cambio de productividad registrado en Chile y de la superación de la crisis de la deuda, y las presiones coyunturales. Por otro lado, estaba el objetivo de defender la competitividad del sector comerciable, lo que requirió que la tasa de interés interna no se desviara mucho de la internacional para evitar que una entrada masiva de capitales de corto plazo apreciara el peso. Sin embargo, el objetivo de defender la estabilidad macroeconómica suele requerir tanto de una tasa real de interés por encima de la tasa internacional como de ajustes contracíclicos de la tasa real de interés, que

---

<sup>28</sup> Pindyck, R. (1991), "Irreversibility, Uncertainty and Investment", *Journal of Economic Literature*, 29, vol.3.

<sup>29</sup> Summers, L.M. (1988), "Tax policy and international competitiveness" en J. Frankel (ed.) *International Aspects of Fiscal Policies*, University of Chicago Press.



permitan una evolución equilibrada entre demanda agregada y el producto potencial.

Reconciliar estos dos objetivos de política es una tarea difícil, principalmente cuando las tasas de interés internacionales son bajas (por ejemplo, la de EU durante 1990 y 1993), la reducción en el premio de riesgo exigido por los inversionistas para invertir en Chile, y la mayor integración financiera internacional.

Para reconciliar estos dos objetivos, ante la entrada masiva de capitales, las autoridades económicas de Chile implementaron varias medidas entre las que se pueden mencionar las siguientes: sucesivas modificaciones de la regla cambiaria, que afectaron la tasa de interés de corto plazo e introdujeron ruido para los flujos especulativos; las operaciones de esterilización monetaria, la liberación selectiva de la salida de capitales; el encaje a los préstamos externos y sus posteriores modificaciones, y la extensión de un impuesto a los préstamos en moneda extranjera (impuesto Tobin).<sup>30</sup>

La justificación para introducir varias de estas medidas se basa en dos argumentos diferentes pero que a la vez son complementarios. El primero es la convicción de que una serie de factores transitorios se escondían detrás de las presiones a la baja del tipo de cambio real (esto es tanto en la cuenta corriente como en la de capitales). Entre estos cabe mencionar tasas reales de interés muy altas en Chile y anormalmente bajas en EU durante el periodo 1990-93; un precio del cobre muy por encima del normal, y un estímulo a la entrada de capitales facilitado por las expectativas de persistentes aumentos de la moneda local.

---

<sup>30</sup> El impuesto Tobin, es aquel gravamen que va a recaer sobre un monto de dinero utilizado especulativamente en los mercados financieros, para la adquisición y venta, con preferencia, de divisas. El carácter es universal, por eso ese impuesto, no se fija en un servicio público para un único individuo, sino que pretende gravar TODAS las transacciones con un fin de reparto universal para el desarrollo de los pueblos pobres.

El otro argumento sostiene que cuando los oferentes de fondos extranjeros descubren un mercado emergente, tratan de llegar rápidamente a un equilibrio en el stock de inversión deseado en el país receptor. Esto desencadena una entrada de capitales, que pone en marcha una escalada en el precio de los activos, lo que incentiva el ingreso de más capitales, produciendo un sesgo hacia arriba en el stock de inversión deseado por los oferentes. Este proceso tiene dos rasgos muy negativos: primero tiende a superar la capacidad de absorción eficiente de fondos extranjeros por parte de la economía nacional y, cuando se alcanza el stock deseado se tiende a producir una salida de capitales, generándose así expectativas de devaluación, como parte de un movimiento equilibrado en la dirección opuesta a la vigentes desde entonces.

Desde 1983, el tipo de cambio estaba amarrado al dólar dentro de una banda de fluctuación, cuya amplitud alcanzó un +/- 5% en junio de 1989 y cuyo centro se ajustaba de forma mensual por a diferencia entre la inflación interna y la internacional. Sin embargo, durante 1990, el tipo de cambio alcanzó el piso de esta banda y el Banco Central solo pudo defenderlo con fuertes intervenciones. Después de una elevada acumulación de reservas durante 1990-91, la banda se amplió +/- 10% en enero de 1992.

Con el objetivo de desalentar los movimientos de capitales de corto plazo, a mediados de 1992 se reemplazó el dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas constituida por el dólar, el marco alemán y el yen. Estas medidas han tenido como objetivos hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso e introducir mayor incertidumbre cambiaria a operaciones financieras a corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. En cambio, la sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones.

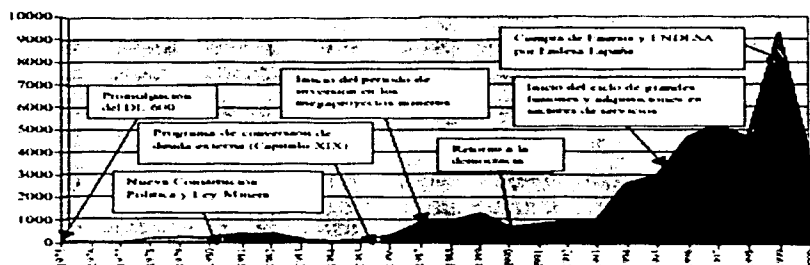
Con el propósito de reducir el ingreso de capitales volátiles y hacer espacio para la política monetaria, en junio de 1991, el Banco Central impuso un encaje no remunerado del 20% a los préstamos en moneda extranjera y extendió a estos el impuesto de timbre y estampillas de 1.2%, el que anteriormente solo gravaba los préstamos en moneda nacional. Estas medidas afectaban a todos los créditos, independientemente de sus plazos y condiciones pero solo durante su primer año. En enero de 1992 se extendió en encaje a los depósitos en moneda extranjera, y en mayo de ese año se aumentó a un 30%, cuando volvieron a bajar las tasas de interés en EU y en Chile había poco espacio para una reducción de las tasas internas. Luego, en 1995, el encaje se extendió a los ingresos de capitales para la compra de acciones en la bolsa local (ADR's secundarios).

Las autoridades han mantenido controles sobre el ingreso de flujos, pero han suavizado los controles sobre la salida de capitales. De hecho una serie de medidas se llevaron a cabo para aumentar de forma selectiva y gradual la salida de capitales, aprovechando la posición sólida alcanzada en cuenta de capitales y un déficit manejable en cuenta corriente. Pero de hecho, como lo han demostrado Labán y Larrain (1997), una mayor apertura a la salida de capitales puede incentivar una entrada neta de capitales, como ocurrió en Inglaterra en 1979 y en Yugoslavia 1990. De esta manera en base a los resultados teóricos y empíricos, una mayor apertura a la salida de capitales puede ser una medida incorrecta de política para defender la competitividad del sector exportador frente una entrada masiva de capitales especulativos de corto plazo.

Las políticas tuvieron éxito en el sentido de reducir la entrada de capitales volátiles y de corto plazo. Pero la inversión extranjera directa (IED) aumentó significativamente estimulado por el atractivo de la economía chilena debido a su riqueza en recursos naturales y la entrega casi gratuita de su renta económica a los inversionistas, a la mejor calidad de sus políticas macroeconómicas, y a la percepción positiva de la transición a la democracia. Con el elevado nivel de flujos

de inversión extranjera directa se generó un excedente en la cuenta de capital mayor que el déficit en cuenta corriente.

CHILE: FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, 1975-2000  
(En millones de dólares)



Para evitar el impacto que las fuertes compras de reservas internacionales podrían ocasionar sobre la emisión, y luego sobre la demanda agregada, el déficit en cuenta corriente y la inflación, el Banco Central decidió esterilizarlas a través de operaciones de mercado abierto. Esto complicó su posición patrimonial, al colocar sus activos a bajas tasas de interés externas y sus pasivos a tasas más altas en pesos.

Resulta evidente que la esterilización tiende a mantener la diferencial de tasas de interés. Pero esto, más que ser un problema, contribuye al objetivo del equilibrio macroeconómico. El espacio resultante para la política macroeconómica, acrecentado con el manejo de los flujos de capital a corto plazo, permitió que la demanda agregada se mantenga alineada con el PIB potencial.

El conjunto de políticas, en particular las que afectan el ingreso de capitales de corto plazo, contribuyó a que los pasivos externos más volátiles no crecieran en exceso. De esta manera, las autoridades económicas chilenas contribuyeron en

forma significativa a la estabilidad macroeconómica, a la estrategia exportadora y al crecimiento en general.

#### **b. La política fiscal.**

El manejo de la política fiscal fue altamente responsable después de los noventa, en particular, si es que se le compara con otras experiencias de transición política en la región. La nueva administración surgida en 1990 fue capaz de aumentar de manera significativa el gasto social, generar un superávit para el sector público no financiero consolidado en cada uno de los años sucesivos.

Los ingresos fiscales aumentaron significativamente entre 1990-98, aproximadamente de 1.7% del PIB, como resultado de la reforma tributaria de 1990, de una fuerte expansión de la actividad económica y de las exportaciones, de un precio del cobre más alto de lo esperado, y de una reducción en la evasión tributaria. Esto, junto con una reducción en las tasas de interés mundiales, permitió al gobierno aumentar el gasto público y, en particular, el social a la vez que permitió elevar el ahorro del sector público no financiero a casi 5% del PIB. Asimismo, al comparar la ley de presupuesto heredada del régimen militar con la de 1993, el gasto social y la inversión del gobierno central aumentaron en un 43% y 36% en términos reales, respectivamente, con lo que la indebida represión de estos gastos se había moderado a fines del periodo.

La reforma tributaria de 1990 tenía como objetivo central incrementar los recursos destinados al gasto social sin hacer peligrar el equilibrio de las finanzas públicas en un contexto de importantes demandas sociales que habían sido postergadas por largo tiempo. La reforma aprobada por el Congreso representaba alrededor de la mitad de los ingresos propuestos por el gobierno.

Se estima que esta reforma tributaria permitió un aumento en los ingresos fiscales de 2% del PIB. Los recursos adicionales fueron utilizados por el gobierno en

programas sociales. Un nuevo acuerdo político en 1993 permitió que varias de las modificaciones previamente transitorias, fueran aprobadas por un periodo más prolongado. La evidencia posterior rechaza la predicción de algunos críticos a la reforma quienes argumentaba que esta tendría un impacto negativo sobre la inversión productiva privada. Después de una caída en 1991 (atribuible al efecto rezagado del ajuste de 1990), esta volvió a incrementarse en 1992 y, desde 1993 alcanzó niveles imprevistos. En 1994-97 esta tasa superó por nueve puntos a la de 1974-89, siendo la principal variable explicativa del notable aumento de la tasa de crecimiento del PIB, desde una inferior a 3% a otra superior al 7%.

Hay varias razones para pensar que este aumento en impuestos pueda haber tenido un impacto positivo sobre la inversión privada: a) el aumento fue moderado y aun dejó a Chile con una de las menores tasas corporativas del mundo; b) el gobierno se comprometió a no elevar nuevamente las tasas de impuestos durante su mandato; c) un aumento en el gasto en educación, alimentación y salud, también es una forma de inversión a mediano plazo en capital humano, recurso que se había convertido en una limitante muy importante al crecimiento económico y, d) el mayor gasto social si es manejado en forma eficiente, permite una mayor equidad y que un número más elevado de la población se beneficie del proceso de crecimiento y fortalezca la base de apoyo popular a las políticas económicas implementadas.

Por otro lado, también se argumentó que el impuesto al valor agregado (IVA), incluido en esta reforma, tendría un efecto regresivo, pues las familias de menores ingresos consumen un porcentaje más alto de sus ingresos. Sin embargo, una comparación coherente también debe considerar que los mayores recursos serían transferidos principalmente a estas familias a través del aumento del gasto social que esta reforma permitió. El efecto neto resultó evidentemente progresivo.

También es destacable la labor gubernamental en cuanto a política fiscal a finales de la década de los noventa. En este sentido, las autoridades de Chile siguieron una política fiscal contracíclica durante 1998-99. En 1998 cuando la demanda

agregada estaba creciendo excesivamente, el gobierno llevo a cabo sucesivamente tres recortes presupuestarios, que en conjunto representaron un punto porcentual del PIB. En 1999, después de una señalada caída en el gasto del sector privado, las autoridades implementaron algunos programas de empleo. La confianza, ganada por las autoridades desde 1990, hizo posible sacar los ahorros acumulados y estimular a la economía. Al finalizar 1999, el déficit presupuestal del gobierno de Chile fue de 1% del PIB, ello obedeció, principalmente, a la caída que experimentó el gasto privado, lo que redujo los ingresos fiscales que se habían mantenido en la primera mitad del año.

### **c. Desempeño macroeconómico, 1990-2000.**

El aumento de tasas de interés durante 1990 tuvo un impacto contractivo de magnitud sobre el PIB, el cual después de haberse expandido a una tasa del 10.6% un año antes, creció solo un 3.7% en 1990. Sin embargo, la tasa de inflación alcanzó 27% en 1990, la cual estuvo fuertemente influida por la guerra del Golfo y el aumento del precio del petróleo, así como también por los efectos inerciales asociados a la sobreexpansión de la actividad económica durante 1988-89 y al consiguiente rebrote inflacionario. Después de altas tasas inflacionarias durante septiembre y octubre de 1990 la tasa de inflación se redujo de forma considerable en los últimos dos meses de ese año, alcanzando un 19% en 1991.

Durante el periodo 1990-98 el crecimiento del PIB alcanzó 7.3%. Además si se compara el crecimiento alcanzado durante este periodo con el de los otros años de buen desempeño en los tres decenios precedentes (1966, 1971, 1981 y 1989) se observa que este se ha dado en un contexto de equilibrio macroeconómico, con una elevada inversión productiva, sin presiones inflacionarias o sobre las cuentas externas de importancia y con una situación fiscal ordenada. Tanto en 1966 como en 1991-93 esta fuerte expansión del PIB se logró sin causar presiones de importancia sobre la tasa de inflación de las cuentas externas, pero en 1966 el crecimiento del PIB se sustentó en una fuerte expansión del gasto corriente del

sector público, mientras que en 1991-93 este fue impulsado por la expansión de las exportaciones y por la inversión productiva. En los otros tres episodios de fuerte expansión (1971, 1981 y 1989) se produjeron desequilibrios de importancia. En 1971 y 1989 se puso fuerte presión sobre la capacidad productiva interna y con un impacto inflacionario; mientras que en 1989, también se observó un importante aumento en el déficit de cuenta corriente. Después de cada uno de estos años de fuerte expansión, fue necesario llevar a cabo un programa de ajuste con importantes costos de bienestar.

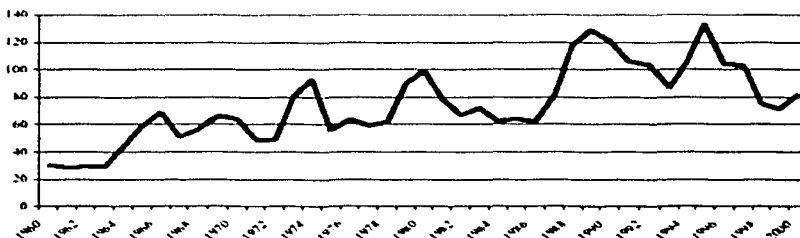
El impacto del programa de ajuste sobre otras variables económicas fue menos severo y se revertió rápidamente. De hecho, el nivel de la formación de capital fijo disminuyó levemente en 1990, y sufrió una caída adicional en 1991 (de cualquier manera fue la tercera tasa más elevada desde 1970). En gran medida la baja fue causada por el impacto rezagado del menor crecimiento del producto en 1990 y por una actitud de espera cautelosa por parte de los inversionistas, dada la irreversibilidad de la inversión. La inversión se recuperó rápidamente en 1992, alcanzando un nivel récord en 1993. Posteriormente se han registrado coeficientes muy superiores a los de decenios anteriores. Por otra parte, durante el primer gobierno democrático, la tasa de ahorro nacional alcanzó un promedio de 22%, la más alta en los últimos tres decenios, y mucho más elevada que el 16.4% obtenido en el período 1985-89. Con ello se logró financiar cerca de un 90% de la inversión fija, comparada con solo un 77% en la segunda mitad de los años ochenta. La alta tasa de ahorro pareciera estar asociada al estimulante entorno macroeconómico que han tenido las empresas, lo que conduce a una elevada utilización de la capacidad instalada y a mayores tasas de utilidades y a niveles de reinversión.

La capacidad de ahorro es afectada fuertemente por los términos de intercambio. Estos continúan siendo extremadamente inestables para Chile. Por ejemplo, el alto precio del cobre en 1989 significó entradas equivalentes a 3.8% del PIB al fondo de estabilización del cobre. Esto corresponde solo a una parte de las



utilidades acumuladas durante el año por CODELCO (la gran empresa pública de cobre), por concepto de sobreprecio del producto. Por el contrario, en 1993 el fondo desacumuló el equivalente a 0.2% del PIB. Una diferencia neta de 4% debiera utilizarse para ajustar las cifras brutas del ahorro interno y así comparar mejor el esfuerzo efectivo de ahorro en cada año.

PRECIO DEL COBRE EN LA BOLSA DE METALES DE LONDRES, 1960-2000  
(En centavos de dólar por libra)



Fuente: CIPAL. Unidad de Ingresos y Estadísticas. Inequilibrios de la Cuenta de Desarrollo Productivo y Mercantil sobre la base de información publicada en el Boletín estadístico mensual de la Comisión Chilena del Cobre.

Las cuentas externas también tuvieron un desempeño muy sólido durante este periodo. En cada año del periodo 1990-93 la balanza de pagos alcanzó un superávit, que en promedio se situó entorno a los 1700 millones de dólares. Este resultado se explica principalmente por un superávit de la cuenta de capitales, debido a un aumento importante pero sostenible en la entrada neta de capitales de largo plazo, en la forma de créditos e inversión directa. Sin embargo, en 1993 el país alcanzó el primer déficit comercial desde 1981, elevando el déficit de cuenta corriente a 5% del PIB de ese año, el más alto desde 1984. El déficit fue rápidamente corregido en 1994. Estos significativos cambios reflejan en el frente externo la inestabilidad de los términos de intercambio y en el frente interno, la gran vulnerabilidad del equilibrio externo a variaciones de la demanda agregada

en particular cuando la economía se encuentra operando cerca de la frontera productiva.

Durante este periodo, las exportaciones de bienes y servicios crecieron, en términos reales, en un 44%, comparado con una expansión acumulada del PIB real de Chile de 34% y de sólo 18% del comercio mundial. De este modo, tanto las exportaciones como la inversión han sido la fuerza conductora del crecimiento económica, aumentando los vínculos externos de la economía chilena y su potencial para un crecimiento sostenido.

Asimismo, los datos disponibles para el desempleo en 1999, muestran que se elevó de manera muy señalada en 11.5%, una tasa superior a la obtenida en la mayor parte de la década de los noventa, aunque muy por debajo de las tasas que se presentaron durante los ochenta. Si el desempleo no se elevó a tasas record, es porque las autoridades implementaron tres paquetes de política fiscal que ayudaron a revitalizar los niveles de empleo en los sectores más vulnerables y en la regiones que resultaron más afectadas por el proceso de ajuste. Estas medidas fiscales incluyeron un programa de inversión pública intensiva en trabajo, inversión pública en ciertas regiones objetivo, reestructuración parcial de las deudas de las pequeñas y medianas empresas y, la introducción de créditos para exportaciones de productos no tradicionales.

El ajuste en las políticas macroeconómicas implementadas durante 1998-99, generaron expectativas favorables y el PIB, empezó a registrar mejoras en el último trimestre de 1999, aunque la tasa de crecimiento anual para ese año fue de -1.1% y, a finales del 2000, la tasa del PIB ya mostraba una franca mejoría (5.4%).

*Capítulo III*  
*Liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales:*  
*el caso de México*

### Capítulo III. Liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales: el caso de México

Durante mucho tiempo, el sistema financiero mexicano se caracterizó por lo que los economistas como McKinnon y Shaw denominaron un alto grado de represión financiera. En los setenta las tasas de interés pasivas fueron negativas en términos reales, con tasas de ahorro bajo y poca profundización financiera. Las instituciones financieras estuvieron reguladas por la Secretaría de Hacienda y el Banco de México, mediante tres instrumentos: i) el encaje legal, que implicaba un crédito obligatorio a favor del sector público sin costo o a bajas tasas de interés; ii) controles cuantitativos al crédito de acuerdo con el "sistema de cajones selectivos," según este esquema, los intermediarios tenían la obligación de mantener una determinada proporción de sus carteras de préstamo asignada a ciertos sectores, como la agricultura y las pequeñas o medianas empresas; y, iii) las tasas de interés pasivas y activas eran fijadas por las autoridades y, a menudo, permanecían fijas por periodos muy largos.

En este contexto, el mercado de valores tenía un papel muy limitado y prácticamente no existían operaciones de mercado abierto, por lo que la política monetaria se realizó esencialmente mediante el financiamiento del Banco de México al sector público y el ajuste del encaje legal para los intermediarios.<sup>31</sup>

A finales de los ochenta, las políticas sobre el crédito y las tasas de interés comenzaron a cambiar. México, como la mayoría de los países del mundo, asistió a una modificación radical en materia de política financiera, al otorgar un papel prioritario a los mecanismos de mercado. Bajo la idea de que las políticas financieras intervencionistas habían sido una de las principales causas de la crisis de los años ochenta, se concluía que la liberalización ayudaría a reactivar el crecimiento y la estabilidad, al elevar el nivel de ahorro y mejorar la eficacia de la

---

<sup>31</sup> Guillén, Romo Héctor, *La contrarrevolución neoliberal*, Era, 1997, pp 126-132.

economía en su conjunto. En estas condiciones, la liberalización financiera se estimó como un requisito previo para volver más eficaz el sistema financiero.

Sin embargo, es de esperar que no sólo la liberalización del sistema financiero era prioritario para las autoridades mexicanas, sino que tal proceso debería de estar acompañado por una liberalización comercial en la economía mexicana.

Dado lo anterior, el objetivo de este capítulo es analizar el impacto de la liberalización financiera y de la apertura de la cuenta de capitales en el desempeño de la economía mexicana a lo largo de las últimas dos décadas. Para ello, lo que sigue se divide en tres apartados. El primero intenta caracterizar las condiciones iniciales en las que se encontraba la economía en el periodo previo a la crisis; es decir, se abordan los principales puntos en los ámbitos de la liberalización financiera doméstica, la apertura de la cuenta de capitales y las privatizaciones. En el segundo se presenta de forma cronológica los principales hechos que propiciaron esta crisis y finalmente, en la tercera parte se abordan las consecuencias de la misma.

### **III.1 Acontecimientos macroeconómicos durante el periodo 1982-1987**

#### **a. Programa ortodoxo de estabilización**

La política macroeconómica a partir de la crisis de la deuda de 1982 se abocó a la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos y a la realineación de precios relativos para bajar la inflación o, lo que es lo mismo, buscar ante todo la estabilización. El crecimiento dejó de ser el objetivo.

Durante el periodo que comprendió el programa ortodoxo de estabilización, 1983-1987, se privilegió el saneamiento fiscal primario y la generación de un excedente comercial que permitió servir a la deuda externa pública y privada. Para ello se ajustaron drásticamente los precios y tarifas del sector público, se redujeron subsidios y otras partidas de egresos, como inversión pública y gasto social, y se

persiguió un tipo de cambio real estable mediante devaluaciones nominales y una fuerte represión salarial. Las tasas de interés reales fueron cada vez menos negativas.

El cumplimiento de los objetivos representó un costo mucho mayor en términos de empleo, crecimiento económico y salarios reales. En cuanto al objetivo final de bajar la inflación, no sólo no se avanzó, sino que ésta se aceleró considerablemente y para 1987 fue de 132%, contra 59% en 1982. La corrección del déficit primario del sector público fue enorme, ya que pasó de 8% del PIB a un superávit cercano al 4% en 1986-1987. Por lo que hace al superávit comercial, necesario para servir la deuda externa, éste fue del orden del 6% del PIB en promedio en el periodo de 1983-1987.

Indicadores Macroeconómicos (promedios anuales)	1982-1983	1986-1987
	Crecimiento del PIB	-2.4
Tasa de inflación	80.4	109.0
Tasa real de interés (cetes 91 días)	-14.8	-5.7
Balanza en cuenta corriente/PIB	0.0	1.0
Balance fiscal/PIB	-12.6	-16.0
Deuda pública/PIB	73.2	106.1
M2/PIB	31.4	32.0
M1/PIB	9.2	7.5
Base monetaria/PIB	18.9	9.2

Fuente: Banco de México, INEGI, Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

La política monetaria se reorientó a la disminución del déficit externo y al control de la inflación, mediante la contracción del crédito interno real del Banco Central. Sin embargo, la drástica reducción de los flujos de financiamiento externo acentuó la dependencia de la política monetaria en relación con el déficit fiscal, a pesar de la creación de nuevos instrumentos de deuda pública, como los PAGAFES y BONDES, en adición a la liberalización de las subastas de CETES. Las tasas

reales de interés fueron negativas, porque la inflación resultó consistentemente superior a la prevista.

Entre 1983 y 1987 la política cambiaria tuvo como objetivo la defensa de un tipo de cambio real estable, mediante intervenciones del Banco Central. El diferencial entre tipo de cambio libre y controlado fue importante entre 1983 y 1985, gracias al excedente de divisas de que disponía el Estado. Esto significó un subsidio al sector privado en detrimento del balance fiscal. Esta política se modificó en 1986, a raíz del segundo desplome de los precios del petróleo, ya que la brecha entre los dos mercados cambiarios se redujo considerablemente, amortiguando el efecto negativo de las reformas fiscales.

En resumen, el logro del objetivo de estabilización se vio afectado por el choque petrolero de 1986, cuya magnitud fue cercana al 6% del producto. Para acomodar este choque se aceleró el desliz cambiario, logrando una devaluación real del peso que afectó el nivel de inflación en 1987.<sup>32</sup> Los mercados financieros siguieron supervisados por la Secretaría de Hacienda y el Banco de México; y continuaron reprimidos a través de un encaje legal alto, asignación del crédito, y tasas de interés pasivas y activas controladas.

### III.2 Acontecimientos macroeconómicos durante el periodo 1988-1994

Esta sección analiza las condiciones macroeconómicas bajo las cuales la liberalización del sector financiero y la apertura de la cuenta de capital tomó lugar. Entre 1988 y 1994, México no sólo había conseguido muchos logros importantes sino que ante todo era muy elogiado a nivel internacional por su "señalado éxito" en el proceso de reformas económicas y estabilización macroeconómica<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Clavijo, Fernando y Susana Valdivieso, "Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999". Serie reformas económicas, CEPAL, No. 67, mayo de 2000.

<sup>33</sup> Clavijo, Fernando y Susana Valdivieso, "Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999". Serie reformas económicas, CEPAL, No. 67, mayo de 2000.

De hecho, durante ese periodo México siguió una estrategia de ajuste económico y reformas que fortalecieron la consolidación fiscal y los cambios estructurales iniciados después de la crisis de deuda de 1982. Dicha estrategia, apoyada mediante un programa de estabilización de corte heterodoxo<sup>34</sup>, perseguía restablecer la estabilidad macroeconómica, reducir el papel del sector público en la economía y sentar las bases de un crecimiento encabezado por el sector privado. Los elementos claves de la estrategia eran el mantenimiento de la disciplina fiscal y monetaria, una reestructuración profunda de la deuda y un programa global de reformas estructurales, que incluía la privatización y la liberalización del comercio. Por ende, la liberalización del sector financiero y de la cuenta de capitales formaba parte de las reformas más amplias.

Dentro de ese marco, México dio un mayor énfasis a la concertación a través de los "pactos" e incorporó un elemento adicional para la disciplina en la formación de precios en mercados oligopólicos, a través de una agresiva apertura comercial. En consistencia con lo anterior, el objetivo central del programa heterodoxo de diciembre de 1987-1992 fue reducir la inflación con el fin de lograr el saneamiento fiscal. Para finales de ese periodo se había logrado abatir buena parte de la inflación, aunque al costo fue un creciente desequilibrio comercial. Como en el caso de otros programas de estabilización heterodoxa caracterizados por su rigidez, la caída del salario real y del empleo fue muy acentuada lo que potenció el costo social del ajuste, dados los recortes en transferencias y subsidios.

Como la inflación en 1988-1989 tenía un fuerte componente inercial, la renegociación de la deuda en el marco del Plan Brady actuó favorablemente sobre las expectativas y permitió que la estabilización tuviera un éxito mayor al esperado. Sin embargo, la afluencia de capitales generada por el anuncio de la

---

<sup>34</sup> La incapacidad de los programas ortodoxos para lograr un control sustentable del proceso inflacionario y sus altos costos en materia de crecimiento y empleo hizo que las autoridades mexicanas implementaran un nuevo programa de ajuste macroeconómico. El nuevo programa de corte heterodoxo puso en el centro de sus preocupaciones el abatimiento del componente inercial de la inflación mediante: a) el uso de un ancla (cambiana o monetaria); b) el control de precios considerados clave; y c) una política salarial basada en la inflación esperada.



privatización de la banca (1991-1992) y el inicio de las negociaciones del TLC complicó el manejo macroeconómico.

#### **a. Programa heterodoxo**

Política monetaria. Como consecuencia de la pérdida de grados de libertad de la política monetaria al inicio del programa heterodoxo urgían reformas para revertir la desintermediación y devolverle a la banca una buena parte del mercado crediticio que se había transferido a las casas de bolsa. Para esto, en primer lugar se suprimieron las restricciones cuantitativas en la canalización del crédito, se liberaron las tasas de interés activas y pasivas y, un año después, se sustituyó el coeficiente de reserva obligatoria por un coeficiente de liquidez de 30% sobre la captación en moneda nacional, que podía satisfacerse con tenencia de CETES, BONDES y/o con depósitos de efectivo a la vista con intereses en el Banco de México. Lo cual implicó la total desaparición de los cajones selectivos de crédito. A finales de este periodo se eliminó el coeficiente de liquidez obligatorio y se sustituyó por uno de reserva voluntaria.<sup>35</sup> El desmantelamiento del sistema de encaje legal provocó por otro lado que, a partir de 1992, la creación monetaria fuera resultado fundamentalmente de la elevada expansión del multiplicador crediticio. Adicionalmente, el saneamiento fiscal y los recursos obtenidos de las privatizaciones permitieron reducir drásticamente la deuda del sector público con el Banco Central, lo que dio espacio para una expansión sin precedente del crédito interno al sector privado.

Algunas otras variables macroeconómicas siguieron una evolución ejemplar. Así, el balance financiero global del sector público registró un superávit de casi 1% del PIB en 1993, comparado con un déficit de 11% del PIB en 1988, la inflación se redujo de 160% en 1987 a 8% en 1993.

---

<sup>35</sup> Esto implicó que, a futuro, el control de la liquidez sólo se pudiera lograr a través de operaciones de mercado abierto, situación que, con la afluencia de capitales que se desencadenó con el éxito de las privatizaciones y las previsiones del TLC, dificultó al Banco Central el manejo de liquidez.

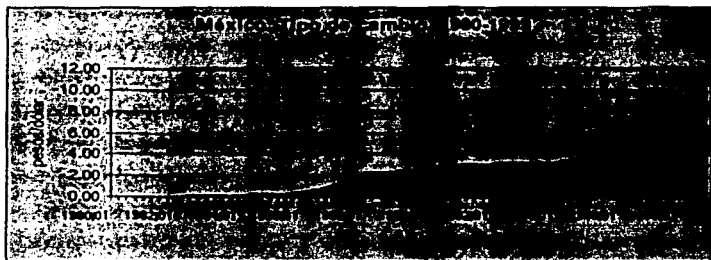
Política de deuda pública. En 1998 se concluyó un plan de cambio de la deuda pendiente de pago por bonos mexicanos a 20 años garantizado por el Tesoro estadounidense. Esta operación marcó el inicio del proceso de reducción voluntaria de la deuda. Posteriormente en 1989 el Plan Brady dio origen a un paquete global de reducción de deuda y su servicio sobre el 47.8% de la deuda externa total. De conformidad con las estipulaciones de los paquetes financieros de 1989-1992, el gobierno puso en marcha un programa de conversión de deuda, con el propósito de continuar reduciendo la deuda externa. Además de negociar los convenios de deuda, el gobierno adoptó medidas activas para recuperar el acceso a los mercados internacionales de capitales. La desregulación iniciada en 1984 para alentar la inversión extranjera hizo que las entradas de inversión se recuperaran a partir de 1987 a los niveles anteriores a 1982.

Indicadores Macroeconómicos (promedios anuales)		
	1988	1991
Crecimiento del PIB	1.3	4.2
Tasa de inflación	114.2	22.7
Tasa real de interés (cetes 91 días)	-38.5	-6.5
Balanza en cuenta corriente/PIB	-1.3	-4.7
Balance fiscal/PIB	-11.7	-0.4
Deuda pública/PIB	64.1	41.6
M2/PIB	21.0	28.3
M1/PIB	5.4	11.6
Base monetaria/PIB	4.2	4.1

Fuente: Clavijo, Fernando, "Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999", Cepal, 2000

Política cambiaria. Desde 1988 se utilizó el tipo de cambio como ancla nominal principal, apoyado ampliamente por las políticas de ingreso. Como suele ocurrir con tal política, la estabilización basada en un tipo de cambio nominal deriva en una apreciación real de la moneda local, ya que el diferencial entre la inflación interna y externa tarda en disminuir. Entre 1989 y fines de 1993 el tipo de cambio

real se apreció en un 30%. Aunque el régimen cambiario experimentó varias modificaciones, que fluctuaron desde un cambio fijo a la paridad móvil y luego a una banda ajustable, la apreciación continuó.



Fuente: Banco de México

La apreciación del tipo de cambio real se exacerbó debido a las voluminosas entradas de capital que México recibió a principios de los años noventa. Estos flujos de capital tenían dos características importantes. Primero, eran muy elevados, en montos absolutos y como proporción del PIB. Segundo, una elevadísima proporción del capital que entraba a México venía como inversión de cartera, que representaban 67% de las entradas totales entre 1990 y 1993.

En este mismo periodo las entradas de cartera estuvieron dominadas por los flujos privados, que se beneficiaron de la internacionalización de los mercados de capital mexicano, en particular respecto de acciones y bonos, que reportaron entradas de 12,000 millones de dólares y 24,000 millones de dólares, respectivamente. Hasta fines de los años ochenta estaba restringida la participación del capital extranjero en el mercado financiero mexicano. A fines de 1989, lo no residentes representaban sólo 6% de la capitalización del mercado bursátil mexicano. La

participación extranjera se aceleró a raíz de la ley bursátil de 1989<sup>36</sup> que liberalizó el acceso para los inversionistas extranjeros.

Otro elemento importante de las entradas de capital fueron las adquisiciones extranjeras de títulos del gobierno mexicano. En 1990 el gobierno mexicano autorizó la venta directa a los residentes extranjeros. En 1991, el primer año sin restricciones, los extranjeros invirtieron 3,400 millones de dólares en papeles de gobierno. Las adquisiciones se elevaron rápidamente hasta totalizar más de 18,000 millones de dólares entre 1991 y 1993. Durante este periodo los no residentes absorbieron prácticamente todo el incremento neto de títulos del gobierno. La participación de los títulos del gobierno tenidos por extranjeros se elevó de 8% a fines de 1990 a 57% a fines de 1993. Cabe señalar que los inversionistas extranjeros tenían una mayor proporción de pagarés con vencimiento a corto plazo (CETES de 1 a 12 meses) y una menor proporción de pagarés a más largo plazo (bonos de 1 a 2 años) que los residentes.

#### **b. Proceso de liberalización financiera**

El proceso de liberalización financiera se llevó a cabo en dos etapas. La primera se extendió de principios de los años setenta hasta 1987, y se caracterizó por que tuvo como objetivo flexibilizar la estructura institucional del sistema financiero para adoptarlo a las nuevas condiciones internas y externas, pero sin modificar el modo de operación de la política monetaria. Las reformas se centraron en dos campos: la liberalización de las tasas de interés y la racionalización del sistema de encaje legal.

- *Liberalización de las tasas de interés.* En 1974 se tomaron las primeras medidas orientadas a flexibilizar la fijación de las tasas de interés; las tasas pasivas se ajustaron al alza y en 1979 se creó el concepto de costo

---

<sup>36</sup> La nueva Ley de Inversión Extranjera contribuyó a que, a raíz de la entrada en vigor del TLC, los flujos de inversión extranjera directa se incrementaran de manera sustancial: entre 1994 y 1997

porcentual promedio (CPP) que debía servir para desregular gradualmente las tasas de interés activas.<sup>37</sup> En 1982 se liberalizaron las subastas de los Certificados de Tesorería de la Federación (CETES) dejando que montos y rendimientos fueran fijados por el mercado, lo que hizo que estos se convirtieran en la tasa de referencia más importante del mercado.

- Sistema de encaje legal. El objetivo en este campo fue racionalizar y simplificar el mecanismo de encaje, para lo cual en 1977 se estableció una tasa única para los instrumentos de la banca múltiple denominados en pesos. Hasta 1987 se procedió a implantar una reducción significativa de la tasa marginal de reserva obligatoria, la cual pasó de 92.2% a 51%.

La segunda etapa en el proceso de liberalización financiera se inició en 1988, teniendo como característica la amplia cobertura de las reformas emprendidas (tasas de interés, encaje legal, crédito dirigido, privatización bancaria, regulación prudencial y supervisión y autonomía del Banco Central). La velocidad y profundidad con que se aplicaron las reformas varió según los campos. Estas comprendieron:

- Liberalización de las tasas de interés. Dos medidas complementaron el proceso de liberalización iniciado en la etapa anterior. La primera fue la eliminación, en 1988, de los límites a la emisión de aceptaciones bancarias, hasta entonces únicos instrumentos cuyos rendimientos nominales no estaban sujetos a topes máximos. La segunda fue la cancelación, en 1989, del esquema de fijación de topes máximos a las tasas por parte del Banco Central. Finalmente, en 1991 las autoridades monetarias autorizaron el pago de intereses en las cuentas de cheques.

---

éstos fueron del orden de 10,000 millones de dólares anuales.

<sup>37</sup> Ortiz, Martínez Guillermo. *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*. FCE, México, 1994.

- Sistema de encaje legal y canalización obligatoria de fondos. Se dio el primer paso en la sustitución del encaje legal (51%) por un coeficiente de liquidez (30%).<sup>38</sup> En septiembre de 1991 se dio un nuevo paso hacia la eliminación del sistema de regulación directa, cuando se reemplazó el coeficiente de liquidez por uno de reserva voluntaria. Sin embargo, en un intento por contener la fuerte afluencia de capitales de corto plazo que se venía registrando, se impuso un coeficiente de liquidez de 50% a la intermediación en dólares de los bancos nacionales. Así, el sistema de control monetario por regulación directa dejó de existir a fines de 1991, para dar paso a una política de regulación monetaria indirecta a través de las operaciones de mercado abierto y el anuncio explícito de límites de crecimiento al crédito interno del Banco Central.
- Programas de crédito dirigido. La sustitución del encaje legal por un coeficiente de liquidez llevada a cabo en 1988 trajo aparejado el desmantelamiento del sistema de canalización obligatoria de fondos a través de la banca comercial y de los fideicomisos del Banco Central. En 1993, se reestructuró la banca de desarrollo y se redefinieron sus objetivos y su modo de operación, se eliminó su enfoque sectorial y se orientó a resolver algunas de las imperfecciones del mercado crediticio. Se le convirtió en banca de segundo piso, con lo que la selección de proyectos quedó en manos de la banca comercial y debía basarse en criterios del mercado. Finalmente, se eliminaron los subsidios a las tasas de interés ya que éstas se fijaron por encima del costo porcentual promedio de captación de fondos de la banca comercial (CPP).
- Reformas a la legislación financiera. Entre diciembre de 1989 y mediados de 1990 el Congreso aprobó reformas a la Ley de Instituciones de Crédito,

---

<sup>38</sup> El coeficiente obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, el cual podría integrarse por valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/o depósitos a la vista en el Banco de México.

así como una serie de cambios en leyes relacionadas para permitir la creación de grupos financieros.

- i. *Ley de instituciones de crédito.* Con esta ley, las nuevas reglas permitieron la participación extranjera en la banca hasta por un máximo de 30% del capital, mediante estos cambios se procuró promover la capitalización de los intermediarios financieros, atraer nuevas tecnologías y proporcionar una red más amplia de vínculos con los mercados internacionales.
- ii. *Ley del mercado de valores.* Esta ley regula la operación de aquellas instituciones encargadas de negociar valores, y las reformas promueven una mayor comercialización de estos títulos en el mercado secundario. Además de las actividades ya permitidas a la banca de inversión, a las casas de bolsa y al manejo de sociedades de inversión, la nueva ley introduce la figura del especialista bursátil, que funge como intermediario y además realiza operaciones por cuenta propia en ciertas acciones que se la hayan asignado. Además la ley fue reformada para permitir inversión extranjera directa por hasta 30% del capital en las casas de bolsa, con un límite de 10% sobre la tenencia individual de acciones.<sup>39</sup>

- *Privatización de la banca comercial.* En mayo de 1990 el Congreso de la Unión aprobó la iniciativa presidencial de reformas a los artículos 28 y 123 de la Constitución con objeto de permitir el restablecimiento del régimen mixto en la prestación del servicio de banca y crédito. En septiembre de ese mismo año se creó el Comité de Desincorporación Bancaria, para conducir el proceso que debía llevarse a cabo en tres etapas: valuación contable y económica de las instituciones, registro y autorización de los posibles adquirentes, y enajenación de la participación accionaria del gobierno federal en dichas instituciones. Entre 1991 y 1992 se llevó a cabo la

---

<sup>39</sup> Aspe, Pedro, *El camino mexicano de la transformación económica*, FCE, México, 1993, pag. 64-94.

reprivatización de todos los bancos comerciales, en un lapso de 13 meses se vendieron 18 instituciones. En promedio, se obtuvo un precio de venta equivalente a 3.5 veces el valor en libros.

- Sistema de regulación prudencial y supervisión. Las autoridades monetarias empezaron a tomar medidas orientadas a corregir las deficiencias de información y el riesgo moral propio de la actividad bancaria cuando se había completado la fase de desmantelamiento de los instrumentos de control directo. La primera medida que se tomó fue obligar a los bancos a asegurar sus depósitos en una institución creada con ese fin en 1990, el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA); y sólo al año siguiente se reforzó el marco regulatorio a través de las siguientes disposiciones: a) lineamientos de capitalización bancaria compatibles con los del Banco de Pagos Internacional (BPI), cuya entrada en vigencia se pospuso a 1993; b) obligación de clasificar la cartera crediticia en cuatro categorías de riesgo, a fin de que los bancos pudieran crear reservas preventivas según categoría de riesgo; c) límites máximos de financiamiento a individuos y entidades; y d) obligación de mantener equilibrada la posición de divisas. En el campo de la supervisión bancaria, apenas en 1992 se creó la Coordinación de Supervisores del Sistema Financiero (pero solo a partir de 1995-1996 se tomaron medidas significativas para fortalecer la supervisión: intensificación de las visitas de inspección, homogeneización de los criterios contables con los estándares internacionales, y ampliación de los mecanismos de información financiera y su divulgación oportuna), las Sociedades de Información Crediticia sobre los sujetos potenciales de crédito y se fusionaron la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Comisión Nacional Bancaria (CNB) en un solo organismo, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
- Innovación financiera. Otra tarea crucial consistió en crear nuevos instrumentos financieros para permitir al público que transfiera recursos en



el tiempo, financiar sus proyectos al costo más bajo y protegerse contra la diversidad de riesgos.

- La independencia del Banco Central. En 1993 se reformaron los artículos 28, 13 y 123 de la Constitución para otorgar plena autonomía al Banco de México. En abril de 1994 entró en vigor la nueva Ley del Banco de México.

### **III.3 Cronología de una crisis previsible, 1991-1994**

La característica principal de la política macroeconómica ya en un modelo de economía de libre mercado entre 1991-1993, fue perseguir casi obsesivamente la reducción de la inflación a un dígito, con los mismos instrumentos y metas intermedias empleadas desde 1988. A lo largo de 1994 se siguió el mismo objetivo, pero con ciertas diferencias en el manejo de las políticas e instrumentos. Implícito en la búsqueda del objetivo inflacionario de un dígito y en la conducción de la política macroeconómica basada en los Pactos y en el ancla cambiaria, estaba el convencimiento de las autoridades económicas de que el componente inercial de la inflación era aún importante.

#### **Evolución de la cuenta corriente**

El grado de apertura comercial de la economía mexicana y la de sustitución de importaciones que ésta indujo provocaron que la apreciación cambiaria acelerará la demanda de importaciones la cual, por los efectos ingreso y riqueza, ya venía creciendo a tasas elevadas desde 1989. El ensanchamiento de la brecha comercial se consideró, en ese momento, como un corolario natural del éxito de la estabilización y no generó ninguna preocupación entre los responsables de la política económica ni en la comunidad financiera internacional, por que se argumentaba, que éste provenía de la actividad del sector privado ya que las finanzas públicas estaban en equilibrio, aun sin contar los recursos de las privatizaciones.

El financiamiento del desequilibrio externo no presentó ningún problema por lo menos hasta 1993, gracias a las expectativas generadas por el TLC y al éxito de las privatizaciones. No obstante, estos flujos de capital provocaron una rápida apreciación de activos e indujeron, vía el efecto riqueza, una fuerte aceleración del consumo, lo cual retroalimentó el desequilibrio comercial y sin duda facilitó el control inflacionario, pero inhibió el crecimiento interno.

La confianza en el modelo mexicano se vio acrecentada por la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, el ingreso de México a la OCDE y, posteriormente, el establecimiento de la autonomía del Banco de México. Estos tres eventos fueron interpretados por el mercado como garantía de continuidad en materia de política económica y de sustentabilidad de las reformas iniciadas en 1991-1992.

El acelerado y sostenido crecimiento del déficit en cuenta corriente desde 1988 alcanzó el máximo de 7.7% del PIB en 1994. Este desequilibrio creciente de la cuenta corriente obedeció en gran medida a la apreciación del tipo de cambio.

En 1994, el déficit en cuenta corriente emanó en su totalidad de un déficit del ahorro neto del sector privado. El deterioro de la cuenta corriente reflejó un exceso de inversión privada respecto del ahorro privado; la mayoría de los empréstitos externos en los años noventa correspondió a empresas y bancos privados.

Por ende, el déficit en cuenta corriente de principios de los años noventa se dio pese a un equilibrio fiscal básico, y podía casi explicarse en su totalidad por el desahorro del sector privado (una situación similar ocurrió en Chile a principios de los años ochenta).<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> Griffith-Jones, Stephany, "La crisis del peso mexicano", *Revista de la Cepal*, diciembre de 1996.

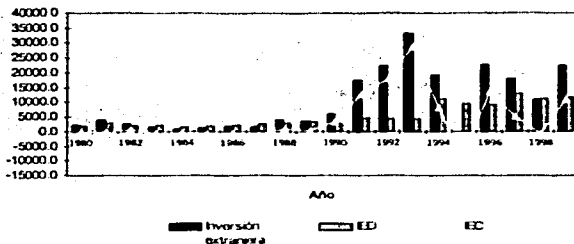


Fuente: Indicadores Banco de México e INEGI.

En cuanto a la política monetaria, con el ancla cambiaria y las abundantes entradas de capital, ésta se concentró en el esfuerzo de esterilizar, por lo menos en parte, la liquidez resultante. Entre 1989 y 1993 ingresaron al país 90 mil millones de dólares por concepto de inversión extranjera directa y de portafolio, colocación de bonos públicos y privados, y repatriación de capitales. Los esfuerzos por esterilizar parcialmente estos recursos se reflejaron en la fuerte contracción del saldo del crédito interno neto del Banco Central al sector privado. La base monetaria tuvo tasas de expansión moderadas y redujo su participación en el PIB, no sólo como resultado de lo anterior, sino también debido a la amortización de la deuda interna del gobierno.

Los esfuerzos de esterilización presionaron las tasas reales de interés al alza e hicieron que, dada la certidumbre cambiaria, continuara la entrada de capitales por motivos de arbitraje. Esto redujo el margen de acción de la política monetaria y acentuó la dicotomía en el acceso al crédito. Las empresas triple A se fondearon, como en el pasado, en los mercados internacionales, en tanto que las otras tuvieron que pagar tasas reales de interés mayores con el correspondiente costo en competitividad.

**Inversión Extranjera Total, Directa y de Cartera, 1980-1999**  
(millones de dólares)

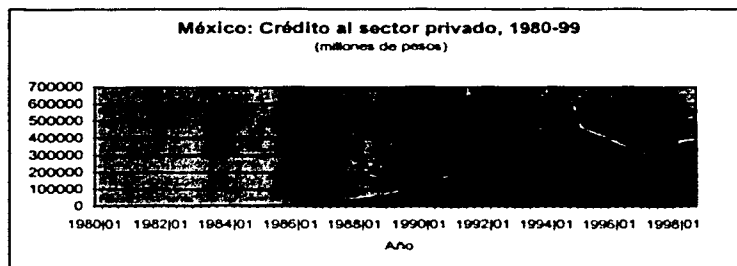


Fuente: Indicadores del Banco de México.

La oferta de crédito al sector privado, por su parte, se expandió desmesuradamente debido tanto a la eliminación del encaje legal como a la amortización de la deuda pública interna. Como resultado, el crédito al sector privado creció a tasas de 30% real durante ese periodo.

En resumen, entre 1991 y 1993 la política monetaria parece no haber sido *ex-post* lo suficientemente restrictiva, dado el vigor de la demanda de crédito (antes reprimida) y la expansión del multiplicador bancario resultante de la eliminación del encaje legal. En 1994 la política monetaria se tornó claramente expansiva al compensar la pérdida de reservas internacionales con una expansión del crédito interno neto al sector financiero.

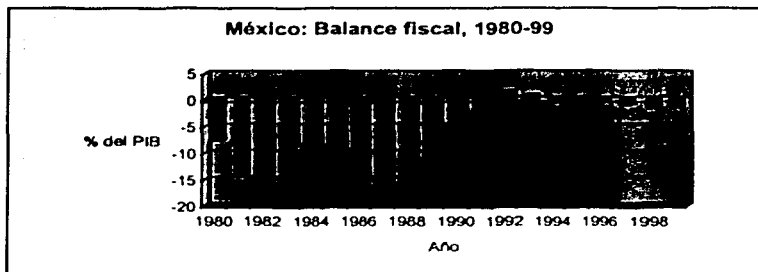
TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN



Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México.

En cuanto a la política fiscal por el lado de los ingresos, en este periodo se profundizó la realineación de las tasas impositivas con los principales socios comerciales. Las adecuaciones al gasto siguieron los lineamientos del modelo orientado al mercado, pues se hicieron esfuerzos por focalizar el gasto social y racionalizar fuertemente la asignación de subsidios al consumo.

Durante este periodo, el manejo presupuestal de contención del gasto fue muy efectivo y, por el lado de los ingresos, la fiscalización dio igualmente buenos resultados, lo que permitió compensar los efectos negativos de la reducción de varias tasas impositivas. Los ingresos como proporción del PIB se mantuvieron constantes entre 1991 y 1994; sin embargo, posteriormente, cuando la efectividad de la fiscalización disminuyó, la excesiva dependencia en relación con los ingresos petroleros comenzó a hacerse evidente y la fragilidad del equilibrio fiscal salió a la luz.



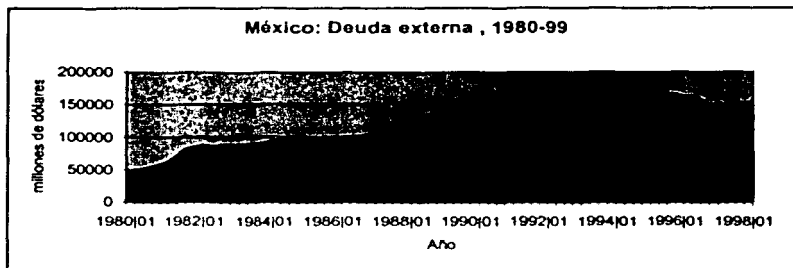
Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México.

El proceso de endeudamiento tuvo en este periodo varios cambios cualitativos importantes. En primer lugar, la deuda pública externa tomó de manera creciente la modalidad de bonos, en lugar de deuda bancaria sindicalizada. Esto también se aplicó, aunque en menor grado, al endeudamiento externo privado. En cuanto a la deuda pública interna, en este periodo se consolidó la colocación de deuda fuera del sistema bancario; además, en términos de la estructura temporal y costo de la deuda pública, se logró prolongar los plazos y reducir este último.

Las condiciones de oferta y demanda coincidieron para que los spreads en los intereses de la contratación de deuda pública externa bajaran rápidamente. En efecto, por un lado, los descuentos del Plan Brady<sup>41</sup> permitieron una reducción importante en el peso relativo de la deuda externa en un momento en que las tasas de interés internacionales iban a la baja, y por otro, la demanda de crédito también se redujo considerablemente gracias al saneamiento fiscal y al elevado crecimiento de la inversión extranjera directa y de portafolio, a la repatriación de capitales y al retorno del sector privado al mercado internacional de capitales. Esto

<sup>41</sup> El Plan Brady indujo un cambio de expectativas en la comunidad financiera internacional y nacional que permitió una baja en las tasas internas de interés de más de 30 puntos durante el año que precedió a la conclusión del convenio en marzo de 1990; el valor de la deuda mexicana en el mercado secundario se recuperó espectacularmente.

permitió que las condiciones para la contratación de deuda mejoraran rápidamente, es decir, que se redujeran los costos y aumentaran los plazos.



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Los cuantiosos recursos externos bajo la forma de inversión extranjera directa, en portafolio y repatriación de capitales, permitieron financiar un desequilibrio externo explosivo sin que los spreads (primas) sobre las tasas de interés de la deuda externa aumentaran. Si bien lo anterior era perfectamente consistente con un modelo de economía de mercado en condiciones de globalización creciente, implicó la contratación de deuda potencial no documentada en la medida en que la esterilización no fue total.

Esta "deuda potencial" (no documentada) en realidad podía haberse renovado indefinidamente si no hubiesen surgido dudas sobre la sostenibilidad del tipo de cambio. Y así fue hasta principios de 1994, cuando el alza en las tasas externas de interés que compensara su percepción del riesgo cambiario o instrumentos indexados al tipo de cambio. Estos instrumentos eran los Tesobonos, que se hallaban en el mercado desde finales de 1989 sin tener mayor demanda hasta principios de 1994, cuando se desencadenó un proceso de conversión de Cetes y otros instrumentos a Tesobonos, lo que amortiguó la reducción de las reservas del

Banco de México sin que el mercado se enterara, debido a problemas de información, transparencia y oportunidad por parte de esta institución.

Hacia finales de 1991, cuando la apreciación del peso planteaba dudas sobre su nivel de equilibrio, las autoridades ensancharon la banda de flotación moderadamente hasta finales de 1992; luego se amplió nuevamente con el propósito de, por una parte, frenar los flujos de capitales, y por otra, limitar las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario. Sin embargo, esta "mayor incertidumbre" no fue suficiente para evitar que la cotización del peso se mantuviera en el piso de la banda. En noviembre de 1993, cuando la incertidumbre sobre la firma del TLC acentuó las presiones especulativas, el Banco Central modificó nuevamente los límites superior e inferior del rango de intervención. Tras la firma del Tratado el peso se apreció nuevamente.

Durante el periodo 1992-1994, el crecimiento del producto per capita fue de 1%. Por su parte, la inversión privada creció en promedio cerca del 8% anual, aunque se desaceleró fuertemente en 1993, propiciada por la propia política económica y la incertidumbre del Tratado de libre Comercio.

En este periodo el cambio estructural empezó a influir en la inversión, la productividad y el empleo, tanto directamente como por la vía de las expectativas. La desregulación influyó en la formación de capital y en el empleo. Además a la falta de instrumentos macroeconómicos y los menores grados de libertad en su manejo se sumaron algunos efectos no deseados del cambio estructural. Así, la retroalimentación de la apertura comercial en el crecimiento no fue del todo favorable, aunque sí lo fue en el abatimiento de la inflación. Sin la regulación prudencial adecuada, la apertura financiera aumentó la vulnerabilidad macroeconómica entre 1992 y 1994.<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Clavijo, Fernando y Susana Valdivieso, "Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999", Serie reformas económicas, CEPAL, No 67, mayo de 2000.



### Condiciones macroeconómicas durante 1994

En el análisis de las causas de la crisis del peso mexicano —y de su profundidad— hay un consenso en torno a varios factores. Éstos son:

- La gran magnitud del déficit en cuenta corriente, que había llegado a casi del 8% del PIB en 1993 y 1994, así como el hecho de que una parte importante de este déficit se financiara con entradas de capital a relativo corto plazo;
- Compromiso de las autoridades mexicanas a mantener un tipo de cambio relativamente fijo (en términos nominales), y el hecho de que un tipo de cambio algo sobrevaluado fuera acogido por un gobierno comprometido decididamente a reducir la inflación con suma rapidez;
- En consecuencia, la apreciación del tipo de cambio tuvo efectos depresivos sobre la demanda agregada de productos nacionales. Los flujos de capital, además, reforzaron la apreciación cambiaria porque presionaban la oferta de interna de los bienes no comerciables y, por lo tanto, su precio aumentó en relación con los comerciables;
- La apreciación cambiaria contribuyó al aumento de la inversión y el consumo privados mediante los siguientes mecanismos<sup>43</sup>: Exacerbó el efecto del eliminar la demanda reprimida de bienes importados ocasionada por la liberalización comercial y el de la demanda acelerada por el temor de que la liberalización no fuese permanente, justamente por que se observaba que ésta y la apreciación estaban asociadas a un aumento del déficit de la cuenta corriente que podría resultar insostenible.
- El aumento de los flujos de capital y la liberalización financiera dieron lugar a un incremento excesivo del crédito al consumo, lo que contribuyó a la caída del ahorro privado interno. Además, la disponibilidad de crédito

---

<sup>43</sup> D. Oks y S. Van Wijnbergen, México After the Debt Crisis: is Growth Sustainable? Banco Mundial Washington, octubre de 1992.

abundante sin un marco regulatorio adecuado y la débil capacidad de supervisión, se tradujo en un creciente monto de carteras vencidas.

- La aplicación de una política monetaria más bien relajada en 1994 mientras las reservas caían abruptamente.
- El hecho de que una proporción tan elevada de los títulos de deuda del gobierno fuera a muy corto plazo, que una proporción tan elevada de ellos estuviera en manos de no residentes y que –durante 1994- el gobierno hubiera permitido la transformación de gran parte de su deuda en papeles denominados en dólares.
- Finalmente, los acontecimientos extraeconómicos (políticos) imprevistos que habrían desempeñado un papel importante en provocar la crisis (este último argumentado por el Banco de México).

Otros factores que no han sido destacados en la literatura han sido en primer lugar, el proceso de liberalización habido en México a principios de la década de 1990 en el sector financiero y en la cuenta de capitales, fue demasiado rápido y –sobre todo- fueron tantos los cambios que ocurrieron simultáneamente que el sistema económico no pudo ajustarse adecuadamente a ellos y afrontar, a la vez, el gran ingreso de capitales. La cuenta de capitales mexicana debería haberse liberalizado con mayor lentitud y/o deberían haberse introducido más controles y/o impuestos para desalentar la entrada masiva de corto plazo.

Un aspecto particular de la rápida liberalización de la cuenta de capitales que, especialmente en retrospectiva, fue –o se tomó- problemático, es que a fines de 1990 se facultó a los no residentes para que –sin ninguna restricción- compraran títulos del gobierno mexicano, cosa que no estaban autorizados a hacer. Esta medida formó parte de una liberalización más amplia, que permitió a los extranjeros adquirir bonos e instrumentos del mercado monetario así como acciones.

El proceso de rápida liberalización de la cuenta de capitales coincidió con un proceso de reprivatización de los bancos.<sup>44</sup> Coincidió además con un cambio de conducta de la política monetaria, que significó eliminar con suma rapidez el encaje como instrumento de dicha política.

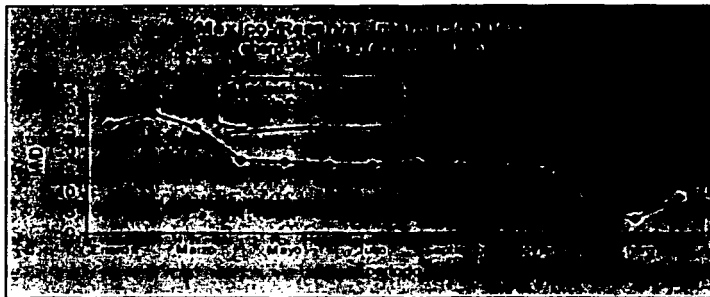
Otro conjunto de factores que contribuye a explicar la severidad de la crisis del peso mexicano es que los mercados internacionales de capital, si bien son generalmente eficientes, adolecen de algunas imperfecciones, y que éstas pueden generar un exceso de inversiones o créditos en ciertos mercados; sin embargo, una vez que se advierte el carácter excesivo de la inversión, puede haber una hiperreacción con flujos que no sólo declinan abruptamente sino que pasan a ser muy negativos.<sup>45</sup>

En febrero de 1994 las reservas en divisas llegaron a la cifra de 29,200 millones de dólares. La Reserva Federal de los Estados Unidos decidió elevar las tasas de interés de 3% a 3.25%, el diferencial del tesoro mexicano y estadounidense disminuyó ya que las tasas estadounidenses se elevaron. Con el asesinato del candidato presidencial del PRI, Luis Donald Colosio, se precipitó de forma directa la salida masiva de capitales y la disminución espectacular de las reservas en divisas, que cayeron en casi 11,000 millones de dólares.

---

<sup>44</sup> Entre 1991 y 1992 se llevó a cabo la reprivatización de todos los bancos comerciales, en un lapso de 13 meses se vendieron 18 instituciones.

<sup>45</sup> Griffith-Jones, Stephany, "La crisis del peso mexicano", Revista de la Cepal, diciembre de 1996, No. 60.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

De hecho durante todo el año fue la combinación simultánea de las mayores rentabilidades estadounidenses y la mayor percepción de la inestabilidad política – y por lo tanto del riesgo político- en México lo que desalentó el flujo de capitales hacia este país, y en efecto provocó su salida; la prima diferencial comparada con el riesgo diferencial había disminuido notoriamente.

Ante esta situación las autoridades mexicanas “esterilizaron” el impacto monetario de la salida de reservas en divisas, expandiendo notoriamente el crédito interno neto; así, la base monetaria aumentó, pese a que las reservas caían vertiginosamente. El aumento del crédito interno neto fue particularmente considerable luego del asesinato de Colosio y un mes antes de la devaluación de la crisis de diciembre. La razón de por qué las autoridades monetarias “esterilizaron” la caída de las reservas fue que supusieron que la abrupta desaceleración de las entradas y el auge de las salidas eran fenómenos temporales.

Las autoridades mexicanas siguieron una opción de política que implicó dejar que cayeran las reservas en divisas y que los no residentes se volcaran de los pagarés del tesoro denominados en pesos (CETES) a los TESOBONOS denominados en dólares. La masa de TESOBONOS se elevó de 3,100 millones de dólares en marzo de 1994 a 12,600 millones de dólares en junio de 1994; volvió a subir a 19,200 millones de dólares en septiembre y a 29,000 millones de dólares en diciembre de 1994. Así, la composición de la deuda del gobierno en manos extranjeras se modificó radicalmente; en diciembre de 1993, 70% de ella se hallaba en CETES y 6% en TESOBONOS; en diciembre de 1994, en cambio 10% se hallaba en CETES y 87% en TESOBONOS.

A mediados de 1994 los TESOBONOS poseían varias características inquietantes: su gran magnitud, su tenencia por no residentes cada vez más nerviosos, su denominación en dólares y su vencimiento a muy corto plazo; que los convertía en una potencial bomba de tiempo en manos de las autoridades mexicanas. Otro factor muy peligroso y a fin de cuentas decisivo fue la combinación de reservas en divisas decrecientes y la deuda del gobierno a corto plazo denominada en dólares. El hecho de que la deuda estuviera denominada en dólares implicaba que las autoridades mexicanas no podían deflactar su valor en caso de devaluación ni tampoco emitir dinero para servirla.

Otra fuente de vulnerabilidad financiera para México fue la creciente dependencia de los bancos del financiamiento a corto plazo como, por ejemplo, los certificados de depósitos de los no residentes. Este tipo de financiamiento se elevó de 19,000 millones de dólares en 1991 a 25,000 millones de dólares en 1994.

Con respecto a la cuenta de capitales, durante el segundo trimestre de 1994 ésta se deterioró abruptamente, de 7,700 millones de dólares en el primer trimestre a 2,000 millones de dólares en el segundo trimestre. La única categoría que se mantuvo firme fue la inversión extranjera directa. Sin embargo, ésta se vio

contrarrestada con creces por la baja de las inversiones de cartera y por el endeudamiento negativo de los residentes en el exterior.

La respuesta de las autoridades mexicanas a esta evolución de la cuenta de capitales fue suponer que la menor entrada de capitales y el aumento de las salidas eran temporales, y que obedecían a una incertidumbre de política transitoria.

Finalmente, el 20 de diciembre las autoridades mexicanas ampliaron en 15% la banda cambiaria. Con esta medida se perdieron 4,500 millones de dólares en reservas en tan sólo dos días (20 al 22 de diciembre). Como esto provocó una salida masiva de fondos y una considerable disminución de las reservas, se dejó flotar el peso. Ante estos acontecimientos, el valor en dólares de la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores cayó verticalmente, de 50,000 millones de dólares en noviembre de 1994 a 18 000 millones de dólares en febrero de 1995, pero su participación sólo disminuyó un 1% en dicho periodo.

Durante el primer trimestre de 1995, las salidas netas de capital totalizaron 11,500 millones de dólares comparadas con una entrada trimestral promedio de 7,600 millones de dólares en 1993, y de unos 2,500 millones de dólares en 1994.

La velocidad y la magnitud de la respuesta de los mercados internacionales de capital a la devaluación de diciembre no puede explicarse por entero por el violento deterioro de los elementos económicos ni tampoco por el aumento de la vulnerabilidad financiera aunque todos estos factores desempeñaron un papel importante. Un factor de peso para explicar la magnitud y la velocidad con que reaccionaron los mercados internacionales son ciertas imperfecciones de que ellos adolecen y que los hicieron hiperreaccionar a la devaluación.

### III.4 Consecuencias derivadas de la crisis, 1995-1999

Sin duda, sobre todo desde 1995 México operó, mucho más, conforme con las reglas de una economía de mercado. El trauma y los efectos de la devaluación de diciembre de 1994 fueron mayores por la resistencia de los responsables de la política económica a permitir que las variables macroeconómicas fluctuaran con mayor libertad y que los mecanismos estabilizadores de esa nueva economía operaran. El tipo de cambio ya estaba sobrevaluado desde 1992<sup>46</sup> y el desequilibrio de la cuenta corriente ya era superior al 5% del PIB desde 1991. Si bien a lo largo de 1994 el tipo de cambio ya no se apreció (por el contrario éste sufrió una ligera depreciación 15% contra 7% de la inflación), las autoridades decidieron continuar con la expansión del componente interno de la base monetaria, el objetivo era el de apoyar a los bancos. Con esta medida se frenó el alza de la tasa de interés y se evitó desalentar a la demanda de crédito, consumo e inversión. Así, tanto la política fiscal como la monetaria fueron expansivas en ese año. De la misma forma, en los primeros dos meses de 1995 las autoridades financieras intentaron mantener las tasas reales de interés negativas, de tal suerte que los ahorradores contribuyeran junto con los asalariados al costo del ajuste. Los ataques contra el peso se acrecentaron por la fuga de capitales, que se acentuaba frente al temor de la crisis bancaria sistémica. El alza en las tasas de interés y la mayor inflación a la estimada se estimó 20% inicialmente y 40% posteriormente (aunque terminó siendo 50%) tuvieron un efecto mucho mayor sobre la caída del producto real, que fue cerca del 7%, contra la estimación inicial de menos de 2 y, después, menos 5%.

**Política monetaria.** En este periodo se recuperó la política monetaria, si no completamente -por que la flotación fue "relativamente sucia" -si en gran medida. Antes de 1995, con el tipo de cambio reptante o casi fijo, no se tenía una política monetaria, y las tasas de interés tenían que ser muy elevadas en términos reales,

---

<sup>46</sup> R.Dombush y A. Werner, "México: Stabilization, Reform and No Growth", Brookings paper on Economic Activity. The Brookings Institution, Washington, 1994.

para atraer capitales que sostuvieran el tipo de cambio. La remonetización resultante a partir de 1996-97, conforme se avanzó con la desinflación, ha impedido al multiplicador monetario crecer mayormente (el multiplicador medido como la relación de M2 a Base Monetaria) al considerarse el crédito de la banca a la economía, excluyendo la cartera de FOBAPROA, que en promedio es de 35% de la cartera total, el multiplicador crediticio se reduce drásticamente. Lo anterior indica que la banca está sobredimensionada y tendrá que consolidarse y reducirse cuando ese 35% de la cartera se "documente" o "convierta" en deuda pública denominada en valores gubernamentales.

La rápida desinflación y la menor volatilidad externa de las tasas de interés facilitaron la reposición gradual de saldos reales a partir de 1996 y mayor ritmo a lo largo de 1997. esta situación se revirtió sin embargo, a lo largo de 1998 cuando la política monetaria tuvo que ser más activa y retirar liquidez para realizar los ajuste necesarios como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. El Banco Central elevó en cinco ocasiones a lo largo de 1998, la posición corta a la banca comercial afectando mayormente a las tasas de interés que la defensa del tipo de cambio. Esa alza de las tasas de interés tan acentuada en el último trimestre de 1998, dejó secuelas en el débil sistema bancario a lo largo de 1999. Con el ajuste de la economía mexicana a los efectos de la crisis asiática y después la rusa el ciclo económico se vio afectado por el inevitable manejo de la política económica que acentuó la transmisión necesaria de los menores recursos financieros, la desaceleración de exportaciones y la caída de precios de las "commodities". A diferencia del resto de América Latina sin embargo, fueron nuevamente las exportaciones hacia Estados Unidos las que permitieron que, a lo largo de 1999, la economía mexicana recuperara su dinamismo.

**a. Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) e Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB)**



Originalmente el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) fue creado como un seguro de depósitos explícito (es decir, con cobertura limitada) hacia 1990, en vísperas de la reprivatización bancaria. Su naturaleza fue la de un fideicomiso de carácter público, puesto que actuó como fideicomisario de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), como fiduciario, Banxico, y tenía representantes en el comité técnico de la Comisión Nacional bancaria y de Valores (CNBV). Con su creación se buscaba proteger al ahorro a partir de las aportaciones de las propias instituciones bancarias y de la publicación anual del monto máximo de depósitos a cubrir. Con ello, los inversionistas principales tendrían incentivos para supervisar la evolución de los bancos y, por otro lado, se protegería al erario transfiriendo la carga de los potenciales quebrantos a las aportaciones de los propios bancos.

Al estallar la crisis de 1994-95, las tasas de interés se elevaron de 14.9 a 48.7% y posteriormente a más de 100%. La inflación se incrementó en más del 50% y el PIB cayó en 6.2%. Ante este panorama económico tan adverso, aunado, a la débil e ineficaz supervisión por parte de las autoridades a la banca comercial, la crisis colapsó a 13 de las 18 instituciones financieras. Las autoridades gubernamentales reaccionaron y en 1995 lanzaron el Acuerdo de Apoyo a Deudores (ADE) y varias instituciones fueron intervenidas. A principios de 1996 se tomó la decisión de inyectar recursos en forma masiva a las instituciones: de 112 mil millones de dólares, se destinarían más de 60 mil millones a su rescate; es decir, poco más de 55% de su valor. Al final de la operación, el gobierno federal se quedó como el gran deudor y con los pagarés FOBAPROA como activos. A cambio, el FOBAPROA adquiriría los derechos sobre los flujos de los créditos —es decir, las cantidades recuperadas mediante la administración y cobranza de los créditos— pero los bancos mantenían la administración de la cartera a través de un fideicomiso manejado por ellos mismos. Legalmente, los créditos designados seguirían perteneciendo a su patrimonio.

De los 7 millones de créditos, el FOBAPROA adquiriría 440 mil, 550 de los cuales representaban, en noviembre de 1997, 40% de los activos del Fondo y cuyo monto representó 145,200 millones de pesos. A fin de evitar quiebras en las instituciones financieras, las autoridades tuvieron que realizar trece intervenciones. El FOBAPROA tuvo que aceptar las pérdidas de nueve instituciones intervenidas, cuya valor ascendió a 69,833.6 millones de pesos (mdp) y adicionalmente, aportó 11,348.1 mdp, capital necesario para que pudieran seguir operando estas instituciones y posteriormente pudieran venderse.

### **Principales programas y beneficiarios del FOBAPROA**

Según cifras de la SHCP, los principales programas que se beneficiaron del FOBAPROA son los que a continuación se presentan:

Programa	Costo (miles de millones de nuevos pesos)
Carreteras	18,800
Apoyo a deudores	112,800
Intervención y saneamiento	312,000
Compras de cartera	98,300
<b>Total</b>	<b>542,300</b>

A raíz de los problemas generados por el FOBAPROA, la nueva legislación bancaria aprobó en diciembre de 1998 la creación del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB). Bajo esta legislación, se suministró al IPAB de un marco legal y claro para vender los activos problemáticos que se adquirieron con el FOBAPROA y mejorar los incentivos al sector financiero, creando, además, un mecanismo que de transparencia cuando se presenten problemas de insolvencia o de baja capitalización en los bancos. Asimismo, se permite la plena participación de los inversionistas extranjeros en la banca mexicana.

El IPAB, fue creada como una agencia descentralizada del gobierno federal con su propio status legal uno de sus principales objetivos es administrar los diferentes

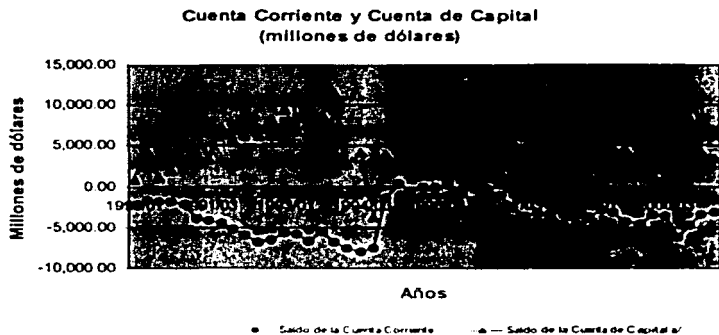
programas de apoyo bancario orientados a restaurar la salud del sistema financiero, los cuales son:

- Programas de capitalización bancaria y de cartera vencida.
- Programas de saneamiento bancario

En síntesis, el IPAB, hasta por seis años supervisará la recuperación de activos y de la cartera vencida de los bancos a los que el gobierno otorgó apoyos vía FOBAPROA; los nuevos instrumentos financieros y garantías del instituto sólo se darán a quienes las auditorías determinen que merecen estos apoyos, y estén libres de ilícitos o irregularidades.

### **Balanza en Cuenta Corriente 1995-2000**

En las dos últimas décadas, el modelo de desarrollo económico de México, ha estado sustentado en la apertura de la cuenta de capital, para compensar, a través de la inversión extranjera directa y de cartera, la insuficiencia de las divisas necesarias tanto para el posicionamiento en el extranjero de las empresas y agentes económicos nacionales, como para sostener los flujos de ingreso de las colocaciones de intermediarios en el mercado local, así como la elevación en términos reales de los intereses generados por los pasivos contratados, lo cual se traduce en el déficit en la cuenta corriente. Durante el periodo posterior a la crisis económica y la consiguiente devaluación del peso, la tendencia de una recuperación del déficit en cuenta corriente se ha hecho notorio. Cuando se analiza la balanza en la cuenta corriente y la de capital (balanza de pagos) se hace evidente la dependencia del flujo de capitales externos para solventar los intereses de los pasivos contratados en el exterior.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

A pesar de los esfuerzos realizados por las autoridades mexicanas por disminuir el déficit en cuenta corriente y la dependencia del ahorro externo para financiar estos desequilibrios, lejos de disminuir se ha observado que ha aumentado o ha disminuido ligeramente.

Como se observa en la gráfica, las reservas monetarias han estado aumentando desde la crisis de 1994-95. Esta recuperación se debe en principio a los créditos otorgados por los organismos internacionales para respaldar a la economía mexicana.

En cuanto al sistema financiero, ante un panorama tan inestable, los inversionistas extranjeros no retomaron a los mercados financieros de manera inmediata sino después de varios meses. Los bancos que se vieron involucrados en serios problemas tuvieron que ser rescatados por el gobierno a través de la compra de cartera por un monto superior a los 80 mil millones de dólares. En este sentido, cabe desatacar que pese al rescate, el otorgamiento de crédito no se ha recuperado y los problemas para financiarse por parte de las empresas persisten.

Para el periodo comprendido entre 1994-99, las ganancias netas frente a los fondos propios registraron una brusca caída de cerca del 13% a tan sólo 0.9% al finalizar 1999.

De nueva cuenta, la crisis asiática elevó los costos del refinanciamiento de los activos expresados en dólares; las expectativas de disponibilidad de divisas se redujeron por el descenso tanto de la exportaciones como por la entrada de capital extranjero. En un ambiente de libre movilidad de capitales, las expectativas en la disponibilidad de divisas dependen de los intereses de los mercados financieros y se orientan en función de intereses particulares.

En relación con la cartera de crédito vencida, al primer trimestre del 2000, se redujo considerablemente (35% en términos reales); mientras que la crédito total registró una disminución del 8.7% en términos reales entre diciembre de 1999 y el primer trimestre del 2000. La capitalización bancaria se situó en 15.4%, cifra menor a la mostrada en diciembre de 1999, la cual fue de 16.2%, aunque superior a la de diciembre de 1994 (10.2%).

### **Rasgos generales de la evolución reciente**

De acuerdo al Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2000-2001, el crecimiento de la economía mexicana en el año 2000 fue de 6.9%, el más elevado en casi dos décadas y superó las expectativas de principios de año. Los principales factores explicativos de este desempeño fueron el auge económico de los Estados Unidos y los altos precios del petróleo, así como un notable aumento de la demanda interna, a pesar de que se mantuvo una política monetaria crecientemente restrictiva.

En contraste con el dinamismo económico, el crédito bancario siguió siendo limitado, las tasas reales de interés se mantuvieron altas y continuaron manifestándose las secuelas de la crisis bancaria iniciada en 1994-1995. en el

marco del "blindaje financiero" negociado con organismos financieros internacionales en 1999 y ampliado en 2000, destacó el retiro de bonos Brady por más de 7000 mil millones de dólares y la cancelación total de todos los pagos adeudados al Fondo Monetario Internacional, lo que permitió la reducción en 8000 millones de dólares del saldo de la deuda pública externa.

Sin embargo, la desaceleración de la economía de los Estados Unidos desde fines de 2000 configuró una situación adversa para la economía mexicana, reflejando la dependencia económica de nuestro país a la economía estadounidense.

## *CONCLUSIONES*

## **Conclusiones**

Después de décadas de intentos, errores y logros macroeconómicos, reformas y de reformas a las reformas, las economías de Chile y México son vistas en el mundo como economías líderes en la región latinoamericana. Como se ha visto en los capítulos previos, los males o deficiencias en los principales indicadores macroeconómicos han sido paulatinamente superados y se ha logrado atenuar su impacto en la actividad económica. Las autoridades internacionales reconocen que existieron fallas, siendo las principales un diseño institucional y un marco legal inadecuados a las circunstancias.

Sin embargo, a pesar de los logros macroeconómicos de estas economías y a la serie de reformas financieras implementadas en las décadas pasadas, aun permanecen diversas fuentes estructurales que hacen vulnerables a las economías de estos países, otras fuentes han surgido de las reformas que se implementaron en ambos casos y otras son propias del entorno económico mundial.

Chile ofrece un claro ejemplo de estos altibajos. Después de una década de sólido crecimiento económico, la recesión mundial hizo efecto en la economía y la sumergió en una profunda recesión. Sin embargo, la lección está dada y se debe de entender que la recompensa por haber realizado las reformas, tanto en la economía chilena como en la mexicana, no ha sido la disminución de las fluctuaciones económicas al menos en el corto plazo.

Las economías emergentes sufren de una gran diversidad de problemas. Pero, existen características que son muy comunes a ellas y que son las principales causas de vulnerabilidad de sus sistemas financieros y económicos. Existen varios elementos que son claros indicadores de la vulnerabilidad de los sistemas económico financieros, aunque los dos primeros son los que de alguna manera están presentes en casi todas las economías que han sufrido severas crisis: a)



débil vínculo con los mercados financieros internacionales y b) contar con sistemas financieros muy limitados, principalmente para las pequeñas y medianas empresas. Otros elementos que también están presentes pero que son casos muy especiales en cada país son las siguientes: c) credibilidad en las autoridades monetarias y en los sistemas de tipo de cambio, d) desequilibrios fiscales, e) rigideces en los mercados laborales y f) debilidad en los sistemas bancarios.

En el caso de Chile, este país ha constituido el prototipo de una economía exitosa, la cual ha servido de modelo a seguir por parte de las economías latinoamericanas y del Este de Europa. En la década de los noventa el crecimiento del PIB fue de más del 7% anual en promedio, realizó una temprana reforma económica, hizo importantes progresos en sus marcos regulatorios y de supervisión. Sin embargo, en 1999, el crecimiento del PIB fue negativo (-1.1%). Esto es un claro indicio de que aun persisten los problemas estructurales asociados con la volatilidad. La vulnerabilidad es real y no se ha desvanecido, a pesar de las diversas medidas adoptadas por las autoridades encargadas de la política económica. Este síntoma puede ser apreciado con las altas tasas de interés mostradas en la segunda mitad del 2001 hasta lo que va del año que sobrepasan el 6.5%, cuando en gran parte de la década pasada las tasas no pasaron del 2% en su nivel máximo.

Las principales características de porque la vulnerabilidad permanece en el caso chileno y mexicano se presentan a continuación.

#### A) Débil vínculo con los mercados financieros internacionales.

Hay una estrecha relación entre ciclo económico y el precio del cobre que es el principal producto de exportación, lo que constituye una muestra de la débil vinculación con los mercados externos. El PIB resulta ser muy sensible ante variaciones en los precios internacionales de cobre como los han demostrado diversos análisis que se han realizado en este sentido y que han señalado la

correlación positiva entre estas dos variables<sup>47</sup>. Esta característica pudo ser apreciada muy recientemente cuando el precio del cobre se desplomó y la actividad económica sufrió las consecuencias adversas, justamente cuando los mercados financieros internacionales estaban en un proceso de ajuste ante el panorama de la desaceleración estadounidense.

Otro factor que refuerza este punto se ha hecho evidente cuando los inversionistas extranjeros se han enfocado sobre las altas primas de las acciones que otorgan las empresas y cuya varianza es mayor a la del mercado total.

#### B) Mercados financieros domésticos limitados o subdesarrollados

Los mercados financieros en Chile, aun se encuentran seriamente limitados, por una parte el mercado de bonos corporativos es prácticamente nulo. Si bien es cierto que el mercado de valores, ha mostrado altas tasas de capitalización es importante mencionar que sólo las grandes empresas son quienes tienen acceso a este financiamiento y que además este mercado ha contado con poca liquidez.

La débil estructura de los mercados financieros ha hecho que las pequeñas y medianas empresas busquen financiamiento en los bancos. Al acudir a pedir financiamiento en la banca, las empresas, amplifican otros shocks ya que se exponen a posibles cracks de la banca. Si esto se presenta así, entonces las empresas, sobre todo las medianas y pequeñas, tienen pocas fuentes de financiamiento y se enfrentan a serios problemas en la obtención de éste.

Una de las razones para la poca liquidez del mercado se relaciona con la alta concentración del mercado. De un promedio de las acciones de las 10 principales compañías comercializadas, más del 45% de estas fueron mantenidas o compradas por los principales accionistas de la misma. Los activos del sistema de

---

<sup>47</sup> Marshall, I.L. and E.S. Silvia, "Fluctuaciones del Precio del Cobre," en Informe Macroeconómico para la empresa # 35, septiembre de 1998

pensiones contabilizaron más del 25% de la capitalización en el mercado, es decir, más de un par de veces los activos poseídos por todos los inversionistas institucionales combinados. Esto da claras muestras de lo poco diversificado que es el mercado de valores chileno.

Las consecuencias de contar con mercados financieros domésticos con escaso desarrollo, se reflejan en el fracaso de la economía en reasignar recursos de manera expedita y confiable, sobre todo en periodos de fuerte recesión o en crisis.

### C) Shocks de Política Monetaria

Los objetivos del Banco Central en Chile son: combatir la inflación y prevenir que el déficit en cuenta corriente no se salga de sus límites normales. Sin embargo esta situación no se ha cumplido cabalmente. Por un lado, mientras que la baja inflación mostrada por los bienes del sector comerciable fue esencial en el combate a la inflación después de los noventa, la contribución de este componente se ha mermado por las crisis en Asia y Rusia.

Por otro lado, el Banco Central enfrentó una situación muy complicada a raíz de la crisis rusa con el ataque especulativo que sufrió el peso por este problema, en respuesta el Banco Central atacó decididamente las tasas de interés domésticas de corto plazo, aunque ello implicó un aumento en la clasificación de riesgo-país.

Las grandes fluctuaciones en las tasa de interés nominal en la economía chilena han tenido significativas consecuencias por el lado real, la volatilidad en las tasas de interés puede que afecte a Chile más que a otras economías emergentes en Latinoamérica. En principio esto se debe a que, a pesar de que el mercado financiero es muy limitado, el grado de desarrollo de éste se parece más a los mercados financieros de los países desarrollados que a los del resto de Latinoamérica. Indudablemente, el desarrollo de los mercados financieros es una característica positiva que facilita la asignación de recursos, sin embargo, el alza

en las tasas de interés tienen un gran impacto negativo sobre el mercado al inhibir a la inversión productiva.

Mientras que Chile ha experimentado una mayor profundización financiera que sus similares en la región, el sistema financiero también se ha vuelto más vulnerable ante los movimientos en las tasas de interés. Esto reviste a sus mercados financieros de poca liquidez y hace que los bancos sean la única fuente de fondos. De esta manera, el sistema bancario provee de crédito a las empresas pero lo hace mediante políticas selectivas y con altas tasas de interés. Estrangulando, como se ha mencionado antes a gran parte de su sector productivo constituido por pequeñas y medianas empresas.

Además, se han encontrado indicios de que en la alta volatilidad que es desencadenada por las fluctuaciones en las tasas de interés, los bancos pueden estar jugando un importante papel, de hecho se piensa que los bancos estuvieron detrás del ataque especulativo sobre el peso en 1998<sup>45</sup>.

En el caso de México, al igual que ocurre con Chile, existen diversos factores que hacen que la economía mexicana continúe siendo vulnerable ante shocks tanto internos como externos. Si bien es cierto, que comparado con 1994, la economía ha logrado superar ciertos aspectos estructurales que hacían endeble su desempeño económico en la ruta de crecimiento sostenido, esto no es un indicativo de que la economía ya no volverá a entrar en crisis. Si bien, los principales indicadores de vulnerabilidad muestran mejoras en relación con 1994-95, esto no es una clara evidencia a favor de que las crisis son cosas del pasado.

---

<sup>45</sup> Caballero Ricardo, *op. cit*

Principales Indicadores de Vulnerabilidad en México		
Indicador	1994	2000
Ahorro Interno (%PIB)	14.7	21.7
Cuenta Corriente (%PIB)	-7	-3.1
Inv. For Direc /Déf. Cuenta Corriente (%)	37	73
Régimen de Tipo de Cambio	Fijo	Flexible
Deuda Pub. Neta For./Exportaciones (%)	126.3	54.1
Deuda Pub. de corto plazo (U.S. Billones)	33.3	1.6
Reservas Internacionales (U.S. Billones)	6.1(11.4)	32.2
Programa de Apoyo Financiero (U. S billones)	-	23.7

Fuente: SHCP

\*Proyectado

En principio, en la actualidad el régimen de tipo de cambio de la economía mexicana es flexible. Esto le permite neutralizar los shocks reales (como se mencionó en el marco teórico), aunque en teoría estos tipos de cambio permiten una mayor inflación este no ha sido el caso para México. A pesar de los excelentes resultados obtenidos en el periodo posterior a la crisis, aun persisten algunos factores que indican que la economía sigue siendo vulnerable entre los cuales destacan los siguientes.

A) Débil vínculo con los mercados financieros internacionales.

Después de la crisis de 1994-95, la confianza en los mercados financieros en México prácticamente desapareció. El flujo de capitales que había ingresado al País y que representó cerca del 5% del PIB, se convirtió rápidamente en una salida de capitales. El país se metió en una aguda recesión a pesar de la pronta respuesta del Gobierno de Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional.

Sin lugar a dudas, el colapso financiero de 1994-95, impuso severos costos a la economía y a las cuentas públicas en los años siguientes. Al igual que lo que ocurre en Chile con el precio del cobre, la economía mexicana ha dado muestras de que parte de su volatilidad está asociada a los precios de los energéticos, principalmente el petróleo.

Por otro lado, la economía mexicana a pesar de que ha logrado entablar once Tratados de Libre Comercio, sus exportaciones se encuentran muy concentradas en la economía norteamericana y esta se encuentra actualmente en recesión.

#### B) Mercados financieros domésticos limitados o subdesarrollados

A pesar de significativas mejoras mostradas en la década de los noventa, los mercados financieros y su nivel de intermediación financiera se encuentran en una etapa de subdesarrollo en comparación con los países de la OECD y algunas economías latinoamericanas de la región, en especial Chile.

Por otra parte y como se señaló en el inciso anterior, la declinación en los créditos condujo a una disminución en los depósitos en los bancos, ello se debió principalmente a la depreciación de la moneda nacional, lo que sin duda impuso costos adicionales a la economía, al no contar con sistemas de fondeo más baratos.

Es un hecho que los flujos financieros internacionales han crecido espectacularmente en los años recientes y la diversificación de éstos cada día es muy superior, pero también es verdad que su volatilidad también es mayor. En cuanto a la diversificación que se realizó desde créditos bancarios de mediano plazo hacia inversiones en acciones, bonos y depósitos liquidables a corto plazo, ya que una parte de ellos es revertible a corto plazo y además posee el carácter de especulativo. Cuando los acreedores descubren un mercado emergente, parten con stocks inexistentes, después suelen generar una serie de sucesivos flujos que

se acumulan en stocks crecientes. Desafortunadamente, los flujos crecientes de inversión en las economías emergentes van de la mano de malas noticias, lo que incrementa el grado de riesgo. Ante estas circunstancias se muestra la debilidad de los sistemas financieros con los efectos que ya se han explicado.

Resulta evidente que el financiamiento externo es un ingrediente vital para el desarrollo, pero también, como se mencionó antes, éste viene revestido en gran proporción por una alta volatilidad, caracterizándose por periodos alternados de marcada abundancia y escasez. Si no se dictan políticas económicas que atraigan recursos menos volátiles y de manera sostenible, que además su composición este más propensa a la inversión productiva de largo plazo y menos al consumo, se creará de nueva cuenta un problema ya que estos fondos se convertirán tarde o temprano en elementos que atraerán una mayor vulnerabilidad a la economía mexicana como ocurrió en 1994-95.

#### C) Fragilidad fiscal.

En el caso chileno, este elemento no presenta gran problema como en México ya que su sistema tributario se encuentra más desarrollado.

Ciertamente, la disciplina fiscal no es un elemento que se vincule directamente con la vulnerabilidad. Sin embargo, el sector público ha sido en las últimas dos décadas, quien ha absorbido los desequilibrios del sector privado como ocurrió en el caso del FOBAPROA cuyo monto ascendió a cerca de los 60 millones de dólares. Además, hay que considerar la gran dependencia que han experimentado las finanzas públicas en relación con el precio del petróleo, sobre todo al considerar que este último siempre ha presentado una extremada volatilidad, con sus implicaciones en la economía. Basta tan sólo mencionar la tasa de crecimiento de las ventas de petróleo registraron un incremento del 15% en 1996, a una contracción del 20% en 1998 y del 10% en 1999. Aunque es pertinente aclarar que las autoridades se pusieron a trabajar en este rubro y crearon el Fondo de

Estabilización lo que sin duda disminuirá el grado de vulnerabilidad asociado a este rubro, aunque de ninguna manera logrará erradicar el problema de fondo.

Por otro lado, se debe considerar también el tamaño de la Deuda Pública es muy abultada en comparación con el diminuto tamaño de los mercados financieros, que además, parece empeorar cuando se adicionan los ingresos fiscales. Entonces esta medida muestra un componente más de la volatilidad en la economía mexicana.

#### D) Credibilidad en la Política Monetaria

El comportamiento de la política monetaria en las economías emergentes es demasiado difícil, no sólo porque esta sujeta a algunas presiones políticas, sino porque también esta restringida por su sistema financiero, y las grandes fluctuaciones de demanda de activos domésticos.

A raíz de los serios problemas enfrentados durante la crisis, la percepción de una economía mexicana saludable comenzó a cambiar. La experiencia que tomó el Banco de México de intentar mantener bajas a las tasas de interés y la pérdida de reservas por la crisis, hizo que las autoridades encargadas de la política monetaria cambiarán de régimen cambiario. Con un tipo de cambio flexible, México, ha logrado sortear las crisis internacionales que se presentaron en Asia y Rusia. Si se considera que al actual tipo de cambio real es muy similar al mostrado previamente a la crisis uno estaría tentado a pensar que esto es un indicativo de que es posible que se este gestando una nueva crisis como en el 1994-95. Pero, a diferencia de ese año, en la estimación del tipo de cambio actual se utilizó el método de poder de paridad de compra y se incorporaron las ganancias en productividad derivadas de la apertura comercial.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> Corbo, Vitorio, *Macroeconomic Assessment*.



## **Criticas al modelo adoptado por la economía mexicana**

A lo largo de todo este trabajo se ha hecho un trabajo un tanto descriptivo de lo que ha acontecido en la economía mexicana en las dos últimas décadas, se ha visto que ésta se ha estado deslizando gradualmente al abismo de las crisis recurrentes y de la inestabilidad. De los resultados de las principales variables estratégicas del modelo de economía abierta seguido por México se puede decir lo siguiente:

- **Tasa de interés.** En el modelo de economía abierta adoptado por México, no sólo la apertura comercial ha jugado un papel crucial, sino que esta última ha ido aparejada por la liberalización financiera. La desregulación de la cuenta de capitales se realizó con la finalidad de atraer inversión extranjera y utilizar este ahorro externo para impulsar el proceso de crecimiento. Esta apertura financiera implicó la eliminación de barreras al libre flujo de capitales.

El flujo de capitales de cartera hacia una economía desempeña un papel importante en la inserción de la economía en un contexto de economía mundial. Sin embargo, hay que resaltar que en los mercados financieros desregulados e independientes, la capacidad de arbitraje de los inversionistas de cartera entre distintos mercados que cuentan con una gran variedad de productos financieros, frena y llega a eliminar la capacidad de los gobiernos para reducir o controlar las tasas de interés. En este sentido, México ofreció altas tasas de interés en 1993. en ese año, los flujos de capital de cartera aumentaron considerablemente. Se recibieron 32,000 mdd en total, de los cuales 28,000 mdd fueron inversión de cartera con las consecuencias ya expuestas. En realidad la tasa de interés se desnaturalizó y dejó de ser un instrumento de regulación monetaria para convertirse en una herramienta capaz de garantizar la rentabilidad de los capitales extranjeros.

- **Tipo de cambio.** El modelo económico seguido por México descansa en la premisa fundamental de que el comercio internacional es tan ventajoso, que cualquier intento por regularlo y restringirlo le hace más daño que bien. Bajo esta hipótesis, en caso de existir un desajuste o un desequilibrio deficitario en la balanza comercial no debe regularse por restricciones sobre los flujos de bienes y servicios, sino a través de un ajuste en los precios relativos. Bajo estas condiciones ha prevalecido la idea de que es indispensable reducir la inflación al nivel de los socios comerciales más importantes para México. Esta idea ha conducido a una verdadera obsesión por alcanzar y mantener tasas de inflación de un solo dígito. Uno de los principales instrumentos de política en este frente ha sido la utilización del tipo de cambio como ancla nominal del sistema de precios relativos, acompañado por una política monetaria restrictiva y de una política de contención de la demanda agregada a través del estancamiento del salario real.  
El uso del tipo de cambio como instrumento de la lucha contra la inflación conduce irremediablemente a la sobrevaluación cambiaria. En 1994, la sobrevaluación cambiaria llegó a niveles exagerados y, algunos economistas de renombre pusieron el dedo en la llaga sin que las autoridades hicieran caso, el deterioro de las cuentas externas demandaba un ajuste importante en la paridad. Sin embargo, aun después de que la fuga de capitales había comenzado, la presión de los inversionistas extranjeros mantuvo estable el tipo de cambio. Esta presión provocó que las autoridades de México adoptaran la inusual medida de indizar los títulos gubernamentales que detentaban varios fondos de pensión y corredurías al tipo de cambio con el objetivo de hacer recaer el riesgo devaluatorio sobre el gobierno mexicano.
- **Desregulación financiera.** En México, la reforma del sector bancario coincide con el proceso de privatización de la banca (1989-1992), el objetivo explícito era el de proponer mejores condiciones de eficiencia al usuario de los servicios bancarios. La competencia entre bancos propiciaría

contar con mejores servicios y una mayor cantidad de opciones para el inversionista en términos de títulos y operaciones de crédito y un menor costo en las tasas de interés. Se puede argumentar que la crisis de 1994-95 interrumpió el proceso de desarrollo de la banca comercial bajo los nuevos esquemas.

Es importante notar que el ahorro interno como porcentaje del PIB cayó de 20% a 15% entre 1988 y 1994. esto significa que aún en un contexto de inflación a la baja, las medidas adoptadas fracasaron frente al objetivo de incrementar el ahorro doméstico. Es cierto que el ahorro doméstico comienza a crecer nuevamente entre 1995-98 hasta superarse los niveles alcanzados en 1994, pero esto se debe principalmente a otros factores. Es decir, el ahorro doméstico se expande durante la crisis de 1994-95 porque el consumo doméstico sufre una espectacular caída. Este ahorro, además, proviene de los tres estratos (deciles) superiores de la economía mexicana.

### Comentarios finales

Hasta el momento, resulta muy complejo demostrar que las crisis económicas sean única y exclusivamente resultado de los procesos acelerados de liberalización financiera. Si bien es cierto que el grado de apertura en que realizaron las reformas México y Chile fue muy acelerado y en ambos casos la crisis económica hizo su aparición, los elementos que se indicaron en líneas arriba han demostrado tener una mayor influencia en la gestación de la crisis. Los dos primeros elementos: Debilidad en los vínculos con los mercados financieros internacionales y Mercados financieros domésticos limitados o subdesarrollados han probado ser una poderosa influencia en la magnitud de las crisis.

Por otra parte, estudios realizados por Maxwell Fry han concluido que no necesariamente existe una relación entre las reformas y crisis financiera<sup>50</sup>. Esto podría ser un incentivo para dejar de pensar que la liberalización acelerada de los mercados financieros fue la causa de las crisis. Sin embargo, para los casos analizados en este trabajo sobre las crisis chilena y mexicana, incluso la crisis argentina de hoy en día, fue el acelerado proceso de apertura de sus mercados financieros lo que provocó tales crisis. Si existen algunos canales a través de los cuales la reforma financiera pudo haber aumentado el grado de fragilidad de los mercados financieros y sentaron las bases para las crisis financieras que vivieron estos países, los elementos que a continuación se mencionan estuvieron presentes en ambas naciones:

- La reforma para la liberalización financiera pudo haber conducido a las instituciones financieras a tomar riesgos excesivos en el otorgamiento de créditos, sin que hubiera regulación y supervisión de por medio. La desregulación financiera, frecuentemente, ofrece facilidades de crecimiento para las instituciones financieras, lo que hace posible que personal poco

---

<sup>50</sup> Fry, 1988, pp. 36-40

calificado y sin experiencia se introduzca en los negocios financieros, con los resultados ya observados.

- La desregulación financiera es acompañada por cambios en la estructura institucional del sistema financiero, lo que facilitó el poder de concentración del sector bancario (mercados oligopólicos). Esta nueva estructura trajo como consecuencia problemas asociados al riesgo moral, selección adversa y a establecer precios de monopolio al otorgar el crédito.
- Después de que las tasas de interés se desregulan las autoridades monetarias pueden necesitar de instrumentos adecuados y efectivos que estén bajo su control para tratar de influir en las tasas de interés con la creencia de que las tasas de interés internas automáticamente convergirán a las tasas de interés internacionales por medio del arbitraje. Esta medida pudo haber incrementado las tasas de interés y volver inestable al mercado, y de esta manera acelerar la crisis.
- El racionamiento del crédito puede ser la causa de crisis de algunas empresas, las cuales afectan al sistema bancario al verse imposibilitadas de fondos frescos.
- La desregulación financiera frecuentemente toma lugar antes de que las autoridades encargadas de la supervisión estén preparadas para enfrentar nuevos problemas derivados de los sistemas financieros desregulados.
- La desregulación de las tasas de interés puede afectar de manera adversa a las principales entidades del sector financiero, si ellos poseen pasivos a largo plazo a tasas de interés fija fundamentada en pasivos de corto plazo.
- La tasa de interés estadounidense precipitó la recomposición y reorientación del financiamiento hacia las economías emergentes que desembocaron en el inicio de los mercados financieros de los mercados chileno y mexicano. Es claro notar como se presenta una similitud en ambas caídas estrepitosas y el alza de las tasas de interés norteamericanas.

Resta por mencionar que a partir de 1989, la disponibilidad de divisas en México depende de los flujos de capital privado que ingresan al país vía el mercado de

valores; su disposición y costo (tipo de cambio y tasas de interés) dependen de las expectativas y decisiones de los intermediarios financieros extranjeros que operan en el mercado local. Esto es de vital importancia ya que los bancos locales tienen grandes problemas en la gestión de sus activos y literalmente, algunos de ellos, se encuentran en quiebra técnica, por lo que las autoridades mexicanas han fortalecido a algunos de ellos para posteriormente venderlos a instituciones de banca extranjeras.

La cotización cambiaria depende de las condiciones más o menos favorables en los mercados financieros internacionales para refinanciar los vencimientos de la deuda externa y enfrentar el pago de interés o bien para capitalizarlos. Así, la posición de la economía depende cada vez más de la evaluación que los intermediarios financieros extranjeros hagan sobre la capacidad de continuar refinanciando pasivos, de la ampliación o reducción del número de inversionistas extranjeros en el mercado financiero local, del nivel de tasas de interés y de las posibilidades de ampliación en el posicionamiento local de intermediarios financieros extranjeros. De nueva cuenta, los dos primeros elementos descritos al principio de este capítulo están presentes y se puede argumentar que es la debilidad que presentan los mercados financieros lo que vuelve vulnerable a las economías.

Las lecciones generales de la crisis en México y Chile son básicamente dos. Primero, antes de liberalizar el sector financiero, es importante fortalecer el marco institucional y legal bajo el que opera el sistema financiero y segundo, que la regulación prudencial y la supervisión bancaria son importantes, ya que los procesos de liberalización financiera incrementan la fragilidad de los sistemas financieros.

El desarrollo de mercados financieros debe incluir, entre otras cosas, el fortalecimiento de la banca para reactivar el crédito; el diseño alternativo de

programas para financiar a las micro y pequeñas empresas y fortalecer los ingresos públicos.

## *BIBLIOGRAFIA*



## BIBLIOGRAFÍA

1. Ahluwalia, M., "Governance Issues in India's Economics Reforms", *Workshop on Governance Issues in South Asia*, Yale University 1997.
2. Arias, Xosé Carlos, "Liberalización y seguridad financieras en los mercados emergentes", *Comercio Exterior*, México, junio de 2000
3. Ariyoshi, Akira, et.al. "Country experiences with the use and liberalization of capital controls" Banco Mundial, 2000, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
4. Asli Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache, "Financial liberalization and financial crises" en *IMF Working Papers*, June 1998.
5. Aspe, Pedro, *El camino mexicano de la transformación económica*, FCE, México, 1993.
6. Barrañon, Carapia Sara, *Aspectos teóricos y experiencias de liberalización financiera en países de América Latina*, Tesis de maestría, UACPyP-UNAM, 1992.
7. Bendesky, León y Godínez Víctor M., *Liberalización financiera en Chile, Corea y España*, IMEF, México, 1991.
8. Caprio, G., and L. Summers. 1993. "Finance and its Reform: Beyond Laissez-Faire." *Policy Research Working Paper 1171*. The World Bank, Washington, D.C.
9. Caprio, Gerard y Hanson James, "The case for liberalization and some drawbacks" en The World Bank, june 1999. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
10. Costa, Rossana, "Política monetaria en Chile, 1982-89", *Monetaria*, Vol. XVI, No. 3, julio-septiembre 1990.
11. Díaz-Alejandro, C.F. "Goodbye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19. Paises Bajos, Elsevier Science Publishers, septiembre-octubre 1985.
12. Edwards, Sebastián y A. Cox Edwards, *Monetarismo y liberalización: el experimento chileno*, Fondo de Cultura Económica, México, 1992.
13. Edwards, Sebastian, "On crisis prevention: lessons from Mexico and East Asia" en *National Bureau of Economic Research*, july 1999.
14. Faruqi, Shakil, *Financial sector reforms in Asia and Latin America countries: lessons of comparative experience*, EDI seminar series, The World Bank, Washington, D.C.

15. Fry, Maxwell J., "In favour of financial liberalization" , *The economic journal*, 107 (may), 1997.
16. Gil-Díaz, Francisco, "One year of solitude: some pilgrim tales about Mexico's 1994-1995 crisis", *American Economic Review*, 1996.
17. González Méndez Héctor, "Desregulación financiera en México" *Monetaria*, abril-junio de 1993.
18. Guillén, Romo Héctor, *La contrarrevolución neoliberal*, Era, México, 1997.
19. Gurría José Angel. Mexico: "Recent Developments, Structural Reforms, and Future Challenges". IMF, 2000. [www.imf.org](http://www.imf.org)
20. Heather D. Gibson y Euclid Tsakalotos, "The scope and limits of liberalization in developing countries: a critical survey" in *The Journal of Development Studies*, vol. 3, April 1994.
21. Johnston, Barry R., Salim M. Darbar, and Claudia Echeverria. 1997. "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand." *IMF Working Paper WP/97/157*. International Monetary Fund. Washington, D.C. [www.imf.org](http://www.imf.org)
22. Le Fort, Guillermo, "Desarrollo financiero y estabilidad macroeconómica en la experiencia chilena, 1975-92", *Monetaria*, abr-jun 1994.
23. Macedo, Cintra Marcos Antonio, "Represión financiera y patrón de financiamiento latinoamericano" en *Revista de la CEPAL*, agosto de 1994. [www.cepal.org](http://www.cepal.org)
24. Mansell, Carnsterns Catherine, *Las nuevas finanzas en México*, Milenio, IMEF, ITAM, 1ª Edición, México, 1992.
25. Mantey, Guadalupe, *Lecciones de economía monetaria*, lección 13, 211-227, UACPyP-UNAM, México.
26. Marshall, Enrique, *El sistema financiero y el mercado de valores en Chile*, CEMLA, México, 1991.
27. Martínez, Néstor, "Reforma financiera de la poscrisis en América Latina" en *Monetaria*, ene-marzo 1993.
28. McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and capital in economic development*, Brookings, Washington, 1973; versión en español: *Dinero y capital en el desarrollo económico*, primera reimpresión, CEMLA, México, 1983.

29. McKinnon, Ronald, *The order of economic liberalization*, New York: John Hopkins University Press, 1991
30. Ortiz, Martínez Guillermo, *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, FCE, 1ª Edición, México, 1994.
31. Ramos, Joseph, *Política económica neoliberal en países del Cono Sur de América Latina, 1974-1983*, Fondo de Cultura Económica, México, 1989.
32. Sachs, Jeffrey, et. al, "The collapse of the mexican peso, what have we learned?" *Economic Policy*, abril 1996.
33. Shaw, Edward S. (1973), *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, Nueva York, 1973.
34. Sikorski, Trevor M. *Financial liberalization in developing countries*, University of Strathclyde, 1996.
35. Timothy Heyman, *Inversión en la globalización*, Milenio, ITAM, BMV, IMEF, 1ª Edición, México, 1998.
36. Uthoff, Andras, "Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro", *Revista de la CEPAL* 63, Naciones Unidas, diciembre 1997.
37. Villar, Rafael del, "La crisis financiera en Asia: orígenes y evolución en 1997 y 1998", Documento de Investigación No. 9807, Banco de México, [www.banxico.org](http://www.banxico.org)
38. World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries*, Washington, D.C., 1997.
39. Zahler, Roberto, "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa" *Revista de la CEPAL* 64, Naciones Unidas, abril 1998.

*ANEXO*

Anexo

Cronología	
Chile	México
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1970-73 Salvador Allende llega a la presidencia de Chile.</li> <li>• 1973 Asesinato de Salvador Allende</li> <li>• 1974 Pinochet es Presidente</li> <li>• 1974-76 Se llevan a cabo una serie de reformas muy radicales. Se establece el Plan de Estabilización. Se eliminan los subsidios y controles de precios.</li> <li>• 1975 el Peso reemplaza al viejo Escudo.</li> <li>• 1976 Chile abandona el Pacto Andino.</li> <li>• 1977 Se establece las Leyes de inversión foránea.</li> <li>• 1979 Se disminuyen las tarifas a las importaciones. Se establece el tipo de cambio fijo como estrategia para reducir la inflación.</li> <li>• Se crea la Nueva Constitución.</li> <li>• 1981 Reformas al Sistema de Seguridad Social.</li> <li>• 1982 finaliza el periodo de expansión económica. Se colapsan los precios del cobre y se presenta la crisis bancaria.</li> <li>• 1984 Un grupo de egresados de la Universidad de Chicago asesora al Presidente en temas económicos. El IVA aumenta a 20%.</li> <li>• 1985 se crea un acuerdo con el FMI.</li> <li>• 1986 se crea la Nueva Ley Bancaria.</li> <li>• 1987 la Economía vuelve a la senda de fuerte crecimiento</li> <li>• 1988 Se crean mecanismos mediante los cuales se estimula a la Inversión Extranjera. Se reduce el IVA a 16%.</li> <li>• 1989 Se reforma la Constitución y se le brinda autonomía al Banco</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1982 Estalla la crisis de la deuda.</li> <li>• 1985 se reemplaza el sistema de tipo de cambio libre por uno de flotación controlada.</li> <li>• 1986 México se adiciona al GATT.</li> <li>• 1987 Se devalúa la moneda. Se crea el Pacto de Solidaridad Económica.</li> <li>• 1988 Carlos Salinas llega a la presidencia.</li> <li>• 1989 Se devalúa de nuevo la moneda y se fija el peso como apoyo al pacto.</li> <li>• 1990 Se implementa el Plan Brady y hay una realineación de los precios del sector público.</li> <li>• 1991 México firma el Acuerdo de Libre Comercio con Chile. Se eliminan los controles cambiarios.</li> <li>• 1993 Disminuye el ritmo de crecimiento del PIB (3.6) pero crecen las exportaciones en 5%.</li> <li>• 1993 Se admite a México como miembro del Grupo de Cooperación Económica de Asia-Pacífico.</li> <li>• 1994 México se convierte en miembro de la OECD. Se firman varios tratados de libre comercio. Entra en vigor el TLC con Canadá y Estados Unidos. Asesinan, en marzo, al candidato presidencial Luis Donaldo Colosio, en septiembre asesinan al Secretario General del PRI Ruiz Massieu. Estalla la crisis financiera en diciembre.</li> <li>• Continúa el desplome del peso mexicano. En octubre se firma el pacto Alianza para la Recuperación Económica.</li> <li>• 1996 la cuenta de capitales muestra un superávit.</li> </ul>

le brinda autonomía al Banco Central.

- 1990 Alwin asume la presidencia. Se aumenta el IVA al 18%. Hay un ajuste en la política monetaria.
- 1992 se amplía la banda de flotación del peso al doble (10%).
- 1993 Se mantiene la política monetaria restrictiva.
- 1995 algunas empresas chilenas logra la calificación de "A" y "B" en los mercados de valores internacionales.
- 1996 Chile se vuelve miembro del MERCOSUR.
- 1997 el Banco Central tiene que intervenir fuertemente en defensa de su moneda.
- 1998 Se crea una nueva ley bancaria y se eliminan la mayoría de las restricciones sobre ingresos de capital.

- 1997 se incrementa el déficit en cuenta corriente. El PRI pierde las elecciones en la Ciudad de México.
- 1998 El precio del petróleo se colapsa.