

20821

10-A



**UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTONOMA DE MÉXICO**

**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
"ACATLAN"**

**LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y
COMPORTAMIENTO
DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO 1988-2000**

**TESIS
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA**

**PRESENTA:
CRUZ DIAZ FELIPE**

**ASESOR:
MTA. TERESA S. LÓPEZ GONZÁLEZ**

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

JUNIO DE 2003



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Escuela Nacional de Estudios Profesionales "ACATLAN"
Cruz Díaz Felipe
14/Agosto/2003
[Firma]

A



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.

PAGINACIÓN

DISCONTINUA

Un ser no se considera independiente si no es dueño de si mismo y solo es dueño de si mismo cuando su existencia se debe a si mismo... **Karl Marx.**

Debo esforzarme más y dar, en pago de lo mucho que he recibido. **A. Einstein**

Mi padre no me enseñó como vivir, pero vive y me deja observarlo. **Anónimo**

Dormía y soñé que la vida es placer. Desperté y observe que la vida es deber. Trabaje y observe que el deber es placer....
F. W. Nietzsche

Servir es sembrar siempre, sin descanso, aunque sólo sean otros los que recojan y saboreen las cosechas. **Paul F. Schurman**

Nunca se debe dudar la posibilidad de realización que uno posee. **Anónimo**

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

“A mis padres, por su dedicación, sin ellos nada de esto hubiera podido ser realidad”.

“A mis hermanos, Gabriela, Roberto y la pequeña Andrea, por su apoyo, ayuda y palabras de aliento que me impulsaron a salir adelante”.

“A la Mta. Teresa S. López González, por sus enseñanzas, paciencia y dedicación, por sembrar en mí el gusto por la ciencia económica, como una disciplina humana.”

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

A mis grandes amigos: Ariel, Elizabeth, Ericka, y Rafael; quienes estuvieron conmigo en todo momento, son lo mejor que me pudo pasar en mi vida escolar.

A mis compañeros de trabajo: que siempre tuvieron palabras de apoyo, pero sobre todo por brindarme su amistad

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

D

Un agradecimiento muy especial al Programa de Becas de Tesis de Licenciatura (PROBETEL) por el apoyo brindado para la realización de este trabajo.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

F

INDICE

INTRODUCCIÓN	3
CAPITULO I	
REESTRUCTURACIÓN Y MODERNIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN MÉXICO 1988-2001.	8
1. Globalización Financiera. De la represión a la Desregulación de los Mercados Financieros.	8
1.1. Innovación Tecnológica y Modernización del Sistema Financiero.	10
1.2. De la Represión a la Desregulación Financiera.	17
2. Ajuste Macroeconómico y la Reestructuración del Sistema Financiero Mexicano (1983-1988)	20
2.1 La Política Económica y el Comportamiento Macroeconómico.	22
2.2 Reestructuración y Modernización del Sistema Financiero.	32
3. La Política Anti-inflacionaria y el Proceso de Desregulación y la Liberación Financiera en México 1988-2001.	37
3.1 Estabilidad y Crecimiento Económico.	38
3.2 Desregulación y Liberación financiera.	42
CAPITULO II	
LIBERALIZACION FINANCIERA Y DESINTERMEDIACION BANCARIA EN MÉXICO 1989-2001.	47
1. Fundamentación Teórica de la Desregulación Financiera.	48
1.1. La Panacea: Altas tasas de Interés e Incremento en el Ahorro Interno.	48
1.2. La Paradoja: Altas Tasas de Interés Baja Inversión.	53
2. Desintermediación Bancaria. Ahorro e Inversión 1987-1994.	57
2.1. Las Secuelas de la Crisis de la Deuda Externa y la Intermediación Bancaria.	58
2.2. Estabilización Macroeconómica y Desintermediación Bancaria 1988-1994.	61
2.3. Desregulación Financiera, Sobreendeudamiento y Cartera Vencida	68
2.4. Ahorro e Inversión. Desintermediación Bancaria.	74
3. Desaceleración Económica e Incertidumbre.	79
3.1. Desequilibrios Macroeconómicos y Flujos de Capitales Externos.	80
4. Recesión Económica y Fragilidad Financiera 1995-2001.	84
4.1 Estancamiento y Crisis Económica.	85
4.2 Fragilidad y Vulnerabilidad Financiera	88

CAPITULO III

ESTRUCTURA Y COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO PROCESO CONTRADICTORIO 1987-2001.	92
1. Auge y Crisis del Mercado de Valores 1985-1987.	93
2. Desregulación Financiera y Dinamismo del Mercado de Valores 1988-1994.	97
2.1. Desregulación Financiera y Flujos de Capitales Externos.	98
2.2. Desregulación Financiera. Estabilidad Macroeconómica.	102
2.3. Deuda publica interna: Especulación y Altos Rendimientos.	110
3. Flujos de Capital Externo y el Tipo de Cambio: El Mal Holandés.	114
4. La Crisis Financiera y el Manejo de la Política Monetaria.	116
5. Desregulación Financiera y Ausencia de Mecanismos Prudenciales.	120
6. Regulación Prudencial el Reto de la Globalización.	124
CONCLUSIONES.	136
BIBLIOGRAFÍA.	145
GLOSARIO DE TERMINOS Y ABREVIATURAS	/

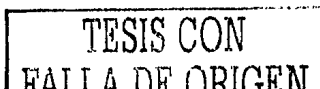
INTRODUCCION

El objetivo general de este trabajo es analizar el comportamiento del sector financiero mexicano en el marco de desregulación financiera que se aplicó durante el periodo 1988-1994. Se pondrá énfasis en el análisis de las contradicciones que dicho proceso generó, y que condujeron a la crisis bancaria de 1995. En particular, interesa estudiar la evolución y estructura del sector bursátil, pues consideramos que el dinamismo que este sector alcanzó, se explica en gran medida, por las operaciones de corto plazo ligados a los flujos de capitales externos.

En los últimos veinticinco años, se han dado cambios muy importantes en los mercados de dinero y de capitales a nivel mundial, México no se quedó al margen de este proceso, ya que después de la crisis de la deuda externa de 1982, se aplicó una política de ajuste, que tenía como objetivo estabilizar las variables macroeconómicas, para lo cual era prioritario controlar las presiones inflacionarias. Con ello, se pretendía sentar las bases del proceso de modernización, desregulación financiera y apertura comercial. Este nuevo modelo de acumulación se sustentó en una estrategia sustitutiva de exportaciones, cuya viabilidad dependía del proceso de desregulación económica¹.

Durante el periodo 1984-1987, se aplicaron severos ajustes macroeconómicos basados en la devaluación del peso, la contracción del gasto público, la elevación de las tasas impositivas y el incremento en los precios de los bienes y servicios públicos; que en su conjunto permitieron disminuir el déficit de la balanza comercial vía la drástica caída de la demanda interna.

¹ Clavijo, F. y Valdivieso, S., "Reformas estructurales y política macroeconómica", en Carlos Bazdresch, et. al., (comps.), México. auge, crisis y ajuste, Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1992, págs. 14-17



Este proceso de ajuste fue acompañado de un acelerado crecimiento de la deuda interna del gobierno, que ante la escasez de recursos externos se vio obligado a utilizar las operaciones de mercado abierto para financiar su gasto, así como para contener las presiones inflacionarias. En general, se consideraba que este drástico ajuste en los desequilibrios estructurales (déficit fiscal, déficit externo e inflación) crearían las "precondiciones" para que un programa de estabilización de la inflación tuviera éxito en el largo plazo².

Esta estrategia macroeconómica estimuló la generación de altas ganancias especulativas, que acentuaron la salida de recursos del sistema bancario, para ser colocados en el mercado de valores, en particular los valores de renta fija de corto plazo (Cetes, Petrobonos, etc.), que generaban altos rendimientos. Configurándose un escenario competitivo desfavorable para el sector bancario, que al mismo tiempo estimuló el endeudamiento interno del sector público para financiar su creciente déficit. La configuración de una estructura financiera frágil empezó a generar problemas de liquidez y presión sobre las finanzas públicas. Esta situación hace crisis en octubre de 1987, con el crack del mercado bursátil que obligó a modificar la política económica. Con las medidas que se adoptaron en diciembre de 1987 se inicia el proceso de reestructuración de la economía mexicana que se sustentó en la desregulación económica, y que se constituye en la estrategia de la política económica del gobierno de Salinas de Gortari.

Teniendo como antecedente la crisis devaluatoria de 1987 y la crisis de la bolsa de valores, la política económica que se instrumenta durante el periodo 1988-1994, se sustentó en la profundización de la liberalización financiera mediante la desregulación y reprivatización de la banca comercial, así como en la autonomía del Banco de México. Por otro lado, se avanzó en la apertura comercial y la privatización de las empresas estatales y paraestatales, que en combinación con

² Aspe, A. Pedro, "Estabilización macroeconómica y cambio estructural. La experiencia de México (1982-1988)", en Carlos Bazdresch, et. al., (compiladores), México. auge, crisis y ajuste, Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1992, pág. 74.



las políticas fiscal y monetaria restrictivas, como instrumentos centrales, se pretendía controlar la inflación.

La liberación financiera estimuló y fomentó la bursatilización de los títulos y valores financieros que condujo a una grave desintermediación del sector bancario, que se expresa en una drástica disminución de la participación de este sector en el otorgamiento de crédito, y que ha conducido a la configuración de un sector financiero vulnerable y especulativo. En efecto, la bursatilización de los títulos y valores financieros ha generado una división perversa entre intermediarios bancarios e intermediarios no bancarios, que hace evidente la caída de los primeros, en tanto que los segundos presentan un dinamismo que no guarda ninguna relación con los bajos niveles de la actividad económica y el empleo. Lo anterior es consecuencia de la aplicación de medidas antiinflacionarias basadas en el anclaje del tipo de cambio nominal, tendiente a lograr estabilidad en precios internos; competitividad en las exportaciones y solvencia del sistema bancario. Si bien esta estrategia fomentó y estimuló la entrada de flujos de capitales externos, la misma no fue capaz de elevar la inversión productiva y, por tanto, el empleo.

Bajo esta perspectiva analítica, en el Capítulo I, "Reestructuración y modernización del sistema financiero en México 1988-2001", se analizará la reestructuración y modernización del sistema financiero mexicano, en el marco del proceso de globalización de los mercados financieros internacionales, haciendo énfasis en factores como la innovación tecnológica y las características de los mercados desregulados. La hipótesis que guía este capítulo postula que las medidas de desregulación y liberalización financiera adoptadas primero por Estados Unidos y el Reino Unido entre 1979 y 1982, y en los siguientes años por el resto de los principales países industrializados, dio origen a la globalización financiera que permitió la interconexión estrecha entre los sistemas monetarios y los mercados financieros locales. Sin embargo, los sistemas financieros nacionales se integraron de manera imperfecta, pues la misma estuvo fuertemente



dominada por el sistema financiero de los Estados Unidos; la ausencia de instancias y mecanismos de supervisión y control a nivel mundial que profundizó las desventajas de los países en desarrollo; y la dinámica del sistema financiero mundial se fue concentrando en las operaciones bursátiles.

En el capítulo II, "Liberalización financiera y desintermediación bancaria en México 1989–2001", tiene como objetivo analizar el proceso de liberalización financiera y desintermediación bancaria en México, como efecto de las medidas de desregulación y liberalización de este sector. Para ello se parte de la revisión de algunos de los aspectos centrales de la discusión teórica entre el enfoque neoclásico y la visión poskeynesiana en torno al problema de la "represión financiera". Con esta revisión pretendemos aportar elementos analíticos que nos permitan comprender los efectos de la desregulación financiera sobre el ahorro interno, la inversión, los márgenes de ganancia y el proceso de desintermediación bancaria. La hipótesis que se argumenta en este capítulo es: la profundización de la liberalización financiera en México, que dio a través del el proceso de desregulación y privatización de la banca comercial, así como la autonomía del Banco de México, condujo a una drástica caída del ahorro interno y de la inversión productiva. Lo que demuestra que un mercado financiero desregulado es incapaz por sí solo, de generar instrumento y mecanismos de financiamiento de la inversión productiva.

Por último, en el Capítulo III, "Estructura y comportamiento del mercado de valores en México. Un proceso contradictorio 1987-2001", tiene como objetivo fundamental analizar el comportamiento del mercado de valores durante el periodo 1987-2001. En particular se analizará la estructura bursátil a la luz de los efectos que los flujos de capitales externos generaron en el comportamiento y estructura de sus dos mercados (capitales y dinero). Estos elementos nos permitirán comprender la integración del sistema financiero mexicano a los mercados internacionales de capitales, proceso que se ha venido acelerando con la tecnificación y automatización de las operaciones financieras. Si bien el uso

intensivo de sofisticados sistemas de información que agilizan la transferencia de operaciones, facilitan la evaluación (por la rapidez y oportunidad) de la volatilidad de las variables económico-financieras y reducen los tiempos de toma de decisiones para las operaciones interbancarias; no obstante, las innovaciones tecnológicas no son el elemento fundamental del proceso de expansión y dinamismo de los mercados financieros, aunque debe reconocerse su efecto en la agilización de los movimientos de capitales a nivel internacional. En este sentido, en el presente capítulo se sostienen dos hipótesis. La primera postula que la integración internacional de los mercados financieros nacionales ha sido posible gracias a la desregulación de las operaciones bursátiles y a su interconexión en tiempo real; sin embargo, la lógica de ésta integración es resultado de las decisiones y operaciones de los administradores de cartera más importantes a nivel internacional. La segunda sostiene que, en el caso del sector bursátil mexicano, la desregulación financiera no condujo a una ampliación de las operaciones del mercado de capitales, lo que impidió que dicho sector cumpliera con su función de fondeo de la inversión productiva de largo plazo, debido a que el sector bursátil estuvo dominado por la colocación de valores públicos que no tenían como propósito financiar el gasto público, sino mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que asegurarán la estabilidad en el tipo de cambio y en el nivel de precios.

Esperamos que con este trabajo quede demostrado que la hipótesis del enfoque neoclásico de la "represión financiera", que postula que la desregulación y liberalización del sistema financieros conduce a una mayor eficiencia de los mismos, no se cumple en el caso de México. Por el contrario, esta generó una estructura financiera frágil y muy volátil. Así, las políticas de altas tasas de interés para hacer atractivo el mercado nacional a la inversión extranjera, aunado a la diversificación de instrumentos financieros, estimuló y propició la grave desintermediación bancaria que se ha venido observando en la economía mexicana desde 1992.

CAPITULO I

REESTRUCTURACIÓN Y MODERNIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN MÉXICO 1988-2001

En los últimos años, los sistemas financieros han registrado cambios trascendentales, debido a la innovación tecnológica en los mercados de dinero y capitales, que han influido directamente en su funcionamiento. La desvinculación del sistema monetario internacional respecto al oro, el desarrollo de los mercados extraterritoriales de créditos no regulados, y el comercio de productos derivados, han incrementado la liquidez de los mercados financieros³.

1. Globalización Financiera. De la Represión a la Desregulación de los Mercados Financieros.

Durante la década de los setentas se hicieron evidentes los agudos desequilibrios en la economía internacional, mismos que se reflejaron en el deterioro de las finanzas públicas y del sector externo de los principales países industrializados y en el alto endeudamiento externo de la economía estadounidense. Era notoria la disminución del papel dominante de esta economía en los mercados internacionales; un indicador de esta situación lo es el hecho de que la diferencia entre los activos que se mantenían con el exterior y los activos de los extranjeros emitidos internacionalmente, se deterioraron hasta volverse negativos a partir de 1985⁴.

³ Eichengreen, B., Hacia una Nueva arquitectura Financiera Internacional. Propuesta después de la Crisis Asiática, Oxford University Press, México, 2000, págs. 3-5.

⁴ Para profundizar sobre este aspecto, véase Bendesky B. León y Godínez, L. V. Manuel, Liberalización financiera en Chile, Corea y España. Experiencias útiles para México, editado por IMEF, México, 1991. En particular véase Capítulo I.

No obstante que su deuda esta denominada en su moneda, Estados Unidos se convirtió en el mayor deudor del mundo.

Por otro lado, las economías de los países en desarrollo, en particular las de América Latina, se caracterizaron por la crisis de la deuda externa, que provocó un severo ajuste económico y un grave deterioro en los ingresos por habitante y, en consecuencia, en el nivel de vida de los grupos sociales mayoritarios de sus poblaciones. Este deterioro se presentó en un contexto de alta inestabilidad monetaria y financiera que se profundizó con los altos volúmenes de transferencias de recursos al exterior y las fluctuaciones en los términos de intercambio comercial.

La virtual ausencia de reglas para la creación de liquidez internacional y de mecanismos explícitos de ajuste, y dada la privatización creciente de los flujos de capitales que financiaban los déficit de la balanza de pagos, los efectos de las políticas económicas tendientes a elevar el crecimiento económico y el empleo se vieron gravemente limitados. Esta situación explica la necesidad que tuvieron las economías desarrolladas de establecer mecanismos de cooperación que han generado un mayor grado de interdependencia entre los países.

En efecto, a partir de la década de los ochentas una de las características de la economía mundial ha sido la coordinación de las políticas macroeconómicas entre los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Dicha coordinación ha abarcado a los tipos de cambio y las políticas fiscales y comerciales, aunque en estas ultimas no se han alcanzado acuerdos que les permita actuar coordinadamente. El desempeño desigual y contradictorio de las economías más avanzadas ha tenido efectos en los países en desarrollo. A través de distintos mecanismos de transmisión, estas economías han recibido choques externos que las obligaron a emprender procesos de reformas económicas que les permitieran replantear su participación en los mercados mundiales.



1.1. Innovación tecnológica y modernización del sistema financiero.

Así, en el marco de los grandes desajustes en la economía internacional, se aceleraron los procesos de liberalización y apertura de los mercados a nivel mundial. En cuanto a las tendencias de liberalización, la desregulación financiera es muy notoria, ya que es ahí donde se han modificado en forma más rápida las normas de funcionamiento institucional, así como un proceso de modernización tecnológica que ha permitido una expansión continua de las operaciones financieras tanto por tipo de instrumentos como a nivel regional⁵. Este proceso de desregulación financiera se vio acompañado de una marcada tendencia de los sistemas financieros nacionales hacia la globalización, entendida esta como un proceso de reestructuración de los mercados como consecuencia de las transformaciones del funcionamiento de las economías a nivel mundial, de la desregulación económica, de los cambios tecnológicos y del dinámico impulso de las innovaciones en servicios e instrumentos financieros⁶.

El avance del proceso de mundialización financiera estimuló e indujo, primero a los países industrializados, a liberar sus flujos de capitales y a flexibilizar sus controles cambiarios; y posteriormente a eliminar los topes a las tasas de interés y ampliar los espacios para las operaciones bancarias internacionales. Cabe señalar que desde la década de las setentas, este proceso fue facilitado por el viraje del sistema monetario internacional hacia un esquema de paridades flexibles y administradas⁷, que generó un mayor grado de intermediación de los mercados financieros nacionales con el sistema monetario internacional.

⁵ Chesnais, F., (comp.) La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío, Capítulo I, Editorial Losada, Argentina, 1999, pág. 20

⁶ Bendesky, op. cit., pág. 7

⁷ Whitman, Manna V.N., Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments, en Brookings Papers on Economic Activity, Núm. 3, 1975, págs. 493-494.

Paralelamente, se dio la desregulación de los flujos de capitales en varios de los precios de los cuales destaca Estados Unidos en 1974, Inglaterra en 1979 y Japón hacia mediados de las setentas⁶.

Esta mayor integración financiera, que tuvo su origen en el sector bancario, se amplió con las transacciones de valores, lo que dinamizó la internacionalización de los mercados de capitales, provocando una convergencia en sus operaciones y la progresiva eliminación de las barreras institucionales que habían generado los mercados financieros segmentados.

La expansión de las operaciones financieras durante los últimos veinticinco años, tanto a nivel nacional como internacional explica la creación de nuevos mercados y el surgimiento de nuevos instrumentos y servicios financieros, que han sido una de las características más significativas del proceso de globalización de los mercados financieros. En la medida que estos cambios están asociados a las formas de generación y dirección de liquidez internacional, han repercutido de forma negativa en la formulación e instrumentación de las políticas monetarias nacionales. Esto ha venido generando una mayor volatilidad en las tasas de interés y en los tipos de cambio y, en consecuencia, en una mayor inestabilidad en los sistemas financieros nacionales.

⁶ Cabe señalar que estas medidas de desregulación responden a la necesidad de enfrentar los *shocks* externos que generaban la alta movilidad de los flujos de capitales, en particular en los euromercados, y por el deteriorado desempeño macroeconómico de los países industrializados. En este sentido, los desajustes en las balanzas de pagos de estas economías alentaron la eliminación de los controles a los movimientos de capitales. En el caso de Japón y Alemania, la apertura del mercado de capitales contribuyó a disminuir las presiones sobre el valor de su moneda, gracias al superávit comercial que alcanzaron estas economías. Una situación semejante fue la de Inglaterra cuando obtuvo un superávit en la cuenta corriente por las exportaciones de petróleo. En cambio, en Estados Unidos la liberalización financiera se impuso como una necesidad debido a la creciente dependencia del flujo de recursos externos para financiar su déficit externo y el desequilibrio entre el ahorro y la inversión.

En este contexto, la liberalización e innovación de los sistemas financieros nacionales ha generado tres grandes problemas:

1) Un incremento del riesgo sistémico de los sistemas financieros nacionales, acentuando la dependencia de los países con moneda débil con respecto a los países hegemónicos en el sistema monetario internacional; 2) La obsolescencia de los paradigmas teóricos en que se apoyan sus esquemas de política monetaria; y 3) La desregulación financiera a nivel mundial no se ha presentado como un fenómeno continuo ni espontáneo; por el contrario es el resultado de diversos factores, entre los que sobresalen los fuertes desequilibrios macroeconómicos que se generaron desde principios de la década de los setentas en las economías más avanzadas. Esta situación indujo a su vez, a que los gobiernos de los países en desarrollo a instrumentar reformas para flexibilizar el marco institucional y jurídico de los sistemas financieros nacionales; configurando una nueva estructura institucional carente de instancias y mecanismos de control y supervisión que nos les permitiría enfrentar problemas de insolvencia, quedando expuestas sus economías a un alto riesgo sistémico.

A lo largo de este proceso de desregulación financiera podemos identificar tres etapas⁹. La primera comprende el periodo 1960-1980, y esta asociada al desarrollo de los euromercados de divisas que llevaron a la ruptura de los convenios de Bretton Woods. Esta etapa acabó con los topes cuantitativos a la expansión del crédito y dio inicio a la desregulación de las tasas de interés. Sus resultados más evidentes fueron una expansión acelerada del crédito internacional, un desalineamiento de los tipos de cambio de las principales naciones industrializadas, el fortalecimiento de políticas proteccionistas y la desaceleración de la economía mundial, todo lo cual propició la crisis deudora del Tercer Mundo.

⁹ Chesnais, F., (comp.) La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío, Capítulo I, Editorial Losada, Argentina, 1999, págs. 32-33

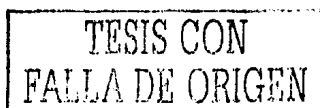


La segunda etapa del proceso de desregulación se ubica en los años 1980, como remedio forzado a la situación de insolvencia en que quedó la banca internacional a consecuencia del incumplimiento de las deudas soberanas, y también como resultado de la titulación (bursatilización) de estos préstamos (bajo los auspicios del Plan Brady), en momentos en que las tasas internacionales de interés habían alcanzado su punto más alto históricamente. En esta etapa, la división entre la banca comercial y la banca de inversión, heredada de la experiencia de la Gran Depresión en muchos países, desapareció en las operaciones internacionales, fortaleciéndose en todo el mundo la tendencia hacia la banca universal. Una característica de esta etapa es el crecimiento acelerado de los mercados de valores, estimulados por el desarrollo de los fondos de inversión, la privatización de los servicios de seguridad social, y la reactivación del crédito bancario internacional. Esta última lograda una vez que los bancos titularizaron los préstamos vencidos y pudieron limpiar sus hojas de balance.

La tercera etapa en la desregulación financiera internacional se ubica en la presente década, y corresponde al desarrollo del mercado de productos derivados. Estas innovaciones financieras, que teóricamente permiten a los agentes económicos reducir la incertidumbre y protegerse frente a diversos riesgos, en la práctica han permitido maximizar las utilidades del arbitraje especulativo, reduciendo las necesidades de capital de los operadores. Un hecho revelador de la naturaleza especulativa de este mercado es que alrededor de un 80 % de los contratos negociados no llegan a término.

Entre los factores tecnológicos¹⁰ que han propiciado la globalización financiera se encuentran los avances en las telecomunicaciones (sobre todo vía satélite), la informática y los sistemas automatizados de control. Como resultado de estos avances tecnológicos, muchas operaciones financieras se realizan las 24 horas del día.

¹⁰ Castells, Manuel, La era de la información. La sociedad red, Tomo I, Editorial Siglo XXI, México, 1998. En particular ver Capítulo II.



Esto es, los mercados son más integrados gracias al avance tecnológico en la informática, las telecomunicaciones y la electrónica, permite que los diversos instrumentos financieros se puedan comercializar sin interrupción y se conozcan sus resultados simultáneamente en varias partes del mundo.

De esta manera, la difusión de la información se ve favorecida y contribuye a llevar un arbitraje más perfeccionado entre los mercados, y reducir los diferenciales de los rendimientos de activos financieros denominados en diferentes monedas. Lo que significa que las operaciones financieras se realicen con "dinero virtual" (asientos contables) en tiempo real¹¹.

El efecto más notable de esta fase de desregulación financiera es la contracción de la inversión productiva, primero en los países industrializados y posteriormente en las economías de los países en desarrollo. A pesar de que el creciente desempleo ha mantenido deprimidos los salarios, la actividad económica no se ha reactivado, debido a la preponderancia de las operaciones especulativas en comparación con los flujos de financiamiento a la inversión productiva, lo que queda de manifiesto con la grave caída del ingreso mundial, que ha generado problemas de insolvencia a las empresas que han operado con un alto índice de apalancamiento.

El surgimiento de nuevas formas de financiamiento, estimulado por el proceso de liberalización y desregulación financiera, tienen efectos diversos y contradictorios sobre la economía. Los gobiernos las promueven, suponiendo que la asignación de recursos será más eficiente, estimulando así un mayor nivel de producto y empleo. Pero, a evidencia empírica ha demostrado que las reformas financieras pueden conducir a ciclos de inestabilidad y generar riesgo sistémico que afectan a la economía en su conjunto, y desembocan en crisis generalizadas.

¹¹Marchini, Genevieve, W, La liberalización Financiera en Corea del Sur y en México: Esbozo de un Análisis Comparativo. México, pág 243

Al respecto, en las últimas tres décadas podemos distinguir, por lo menos, tres características importantes que se asocian a los cambios recientes en los mercados financieros. La primera se refiere a la creciente relación de los balances financieros con el financiamiento del déficit público.

Es un hecho que estos requerimientos pueden ser satisfechos con mayor facilidad en países donde existen mercados de capitales más desarrollados, que proveen de dichos recursos al mismo tiempo que eviten la monetización de los déficits y las consecuentes restricciones sobre la política monetaria. Sin embargo la creciente colocación de valores emitidos por los gobiernos tiende a afectar la posición de los bancos comerciales en el sistema financiero, debilitando su participación en el financiamiento de la producción.

La segunda hace referencia a la interacción entre la inestabilidad económica y financiera y el progreso tecnológico aplicado al procesamiento de la información. La revolución tecno-científica estimuló y aceleró la creciente integración de los mercados financieros, la mayor competencia entre ellos y el surgimiento de una gran variedad de nuevos instrumentos. El colapso del sistema financiero internacional (1971-1973)¹², que se construyó con los acuerdos de Bretton Woods en 1944, se dio paso a una etapa de agudas variaciones en las tasas de inflación e interés y en los tipos de cambio. A medida que esta situación se volvió permanente en la economía internacional, fue necesario dotar de mayor flexibilidad a los instrumentos financieros como una forma de enfrentar los crecientes riesgos.

En este contexto, los avances e innovaciones tecnológicas se entrelazan con las operaciones financieras para crear nuevos mercados y productos, así como para ampliar el espacio de operación de las actividades financieras. Por su parte, las instituciones financieras han venido innovando sus productos y servicios y sus

¹² Estay, Reyno J., "La globalización financiera. Una revisión de sus contenidos e impactos", en J. Antonio Ibáñez A (coordinador), Subdesarrollo, mercado y deuda externa. Paradojas de la economía mexicana, Editorial Universidad Iberoamericana-Centro de Estudios de Investigación del Sudeste, México, 2000, pág. 31.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

estrategias y formas de organización. Entre estas destacan los préstamos y valores con tasas de interés variables y vencimientos a corto plazo, los contratos a futuro, las operaciones derivadas, instrumentos del mercado de bonos, dinero y otros valores que se han desarrollado aceleradamente con el proceso de titulación (*securitización*)¹³. Además, los bancos han aprovechado las innovaciones tecnológicas para reducir el peso de las obligaciones fiscales y reglamentarias, y disminuir los costos asociados con el procesamiento de la información. Las instituciones financieras están cada vez menos especializadas y desempeñan funciones tanto bancarias como las vinculadas a los mercados de valores. Esto es una consecuencia de la enorme expansión de la titulación de las deudas, que reduce las necesidades de financiamiento bancario al sustituirlo por la expedición de papel comercial y la emisión de bonos por parte de las empresas.

La tercera, nos remite al dinámico proceso de internacionalización de la producción y de las finanzas, que constituye uno de los grandes cambios de las últimas dos décadas en la configuración y funcionamiento de la economía mundial. Con la internacionalización las estrategias globalizadoras de distribución geográfica y financiamiento internacional, los flujos de información y los nuevos esquemas de asignación de recursos cobran relevancia en la profundización de los desequilibrios económicos, como consecuencia del crecimiento de las demandas las derivadas de intermediación y de otros servicios financieros. Esta situación se refleja en el hecho de que la liberalización de los movimientos de capitales ha provocado que los flujos financieros sobrepasen a los flujos de intercambio comercial. De esta forma la globalización se expresa en una mayor participación de los activos y pasivos externos en los balances bancarios (ver Cuadro 1).

¹³ Esta técnica de constitución de garantías produce rendimientos que respaldan la emisión de nuevos valores y ciertos depósitos, los cuales se indexan con respecto al rendimiento de una cartera de activos riesgosos. Estas operaciones se usan para proteger préstamos tomando como contrapartida hipotecas u otros préstamos sobre bienes de consumo y contratos de arrendamiento de equipo, bonos "chatarra" y flujos de liquidez de primas de nesgo.

CUADRO 1			
INDICADORES INTERNACIONALES			
AÑO	ACTIVOS INTERNACIONALES ^{1/}	ACTIVOS INTERNACIONALES / EXPORTACIONES MUNDIALES	ACTIVOS INTERNACIONALES/ PIB MUNDIAL
1975	680	81.90	12.90
1977	877	82.10	13.50
1979	1135	71.90	12.60
1981	1505	80.70	14.40
1983	1780	105.80	17.50
1985	2105	116.50	17.30
1987	2776	118.10	16.70

^{1/} Acervos acumulados al final de cada año, en miles de millones de dólares

Fuente: Elaboración propia con base Fondo Monetario Internacional, estadísticas internacionales y Banco de Pagos Internacionales, Reporte Anual, Varios años.

Estas características dejan ver transformaciones profundas en las formas de colocación y generación de ahorro en una economía. Los ahorradores persiguen los rendimientos más altos en mercados más diversificados, ello explica la diversidad de instrumentos que operan y las plazas donde realizan las transacciones. Lo que afecta, por una parte, la estructura institucional de los sistemas financieros internos y, por otra, reduce la efectividad y el ámbito de acción de la política monetaria para controlar los flujos financieros y su asignación interna.

1.2. De la represión a la desregulación financiera.

Según el enfoque neoliberal sólo un sistema financiero "eficiente" que dinamice la inversión productiva puede acelerar el crecimiento económico. De ahí la necesidad de aplicar políticas de liberación financiera tendientes a elevar los fondos disponibles para la inversión productiva, tanto de origen interno, vía la movilización del ahorro privado, como externo atrayendo capitales externos a través de la diversificación de los instrumentos ofrecidos. Además, se suponen que un sistema más competitivo y estable, elevará la eficiencia en el uso de los fondos, ya que será el mercado quien se encarga de elegir los proyectos más

redituables, de esta manera se lleve a cabo una mejor asignación de los recursos entre las actividades productivas.

Según el enfoque neoclásico, la liberalización financiera debe de incluir alguna de las siguientes medidas:

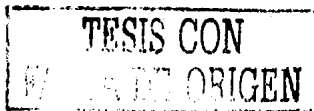
- Desreglamentación de la captación y asignación de recursos por las instituciones financieras, en particular en el sistema bancario, cuya estructura estaba más intervenida por Estado, para lo cual era necesario eliminar el encaje legal y los cajones de crédito destinados a sectores específicos, así como la autorización para introducir nuevos instrumentos y participar en otros mercados financieros.
- Diversificación y mayor competitividad del sistema a través de la creación de nuevos intermediarios financieros y de la operación de instituciones extranjeras en el ámbito nacional, así como la creación de nuevos mercados, con especial énfasis en los mercados de capital y de productos derivados.
- Liberalización de las tasas de interés pasivas y activas, y en consecuencia, de los márgenes de intermediación.
- Liberalización de las transacciones financieras externas, corrientes y de capital.
- Reforzamiento de la reglamentación prudencial de los intermediarios, en especial los bancos.
- Modificación de la política monetaria, tanto en objetivos intermedios y su mecanismo de transmisión como con relación a los instrumentos que utiliza, que pasan a ser más indirectos, adquiriendo especial relevancia las intervenciones del Banco Central en el mercado abierto¹⁴.

¹⁴ Eichengreen, B. op. cit., págs 74-84.

La aplicación de estas medidas en las economías de los países en desarrollo han generado graves problemas dada la incapacidad de las políticas económica para superar problemas estructurales, como el carácter oligopólico y segmentado de los mercados financieros, en particular del sector bursátil. En consecuencia, dichas medidas al fomentar la entrada de flujos de capitales externos de corto plazo, han propiciado la desestabilización de los sectores financieros nacionales, la cual se manifiesta un alto índice de carteras vencidas que elevan el riesgo moral, y preparan el camino para las crisis bancarias. Esta situación puede presentarse, aún existiendo un seguro implícito de los depósitos combinado con una reglamentación prudencial, pero con una supervisión insuficiente de los intermediarios

En este sentido, la situación macroeconómica inicial en la cual tiene lugar el proceso de liberalización financiera es fundamental para alcanzar los objetivos de crecimiento económico. Una revisión empírica de los resultados obtenidos por una muestra de países vincula inestabilidad macroeconómica inicial con fragilidad o quiebra del sistema de pagos. Al distorsionar los rendimientos de los proyectos productivos y al elevar su variabilidad, la inestabilidad macroeconómica tendería agravar los efectos conjuntos de tasas de interés elevadas y de una reglamentación prudencial insuficiente. Por otro lado, según el enfoque neoclásico¹⁵. En el caso de los países en desarrollo, la liberalización del sistema financiero interno debía ser emprendida simultáneamente o siguiendo de cerca las políticas de estabilización, y sólo después de haber logrado la estabilización de la economía y reestructuración del sistema financiero, debía procederse a la apertura comercial.

¹⁵ Fry, J. Maxwell, Dinero, interés y banca en el desarrollo económico, Editorial CEMLA- FELABAM, México, 1990, págs 17-19



Si bien los primeros procesos de liberalización financiera fueron concebidos como apoyo a la estabilización económica, se considero que una condición necesaria para su éxito era el control del déficit fiscal, cuyo financiamiento se vincula tradicionalmente con la "represión" del sistema bancario, debido a los elevados requisitos de reserva legal. Así, según los teóricos de la represión financiera, el saneamiento fiscal permite liberalizar el funcionamiento del sistema financiero, con lo que a su vez, se evita la presión sobre las tasas de interés, ya que su financiamiento se realizara a través del mercado.

La velocidad y alcance global del proceso de liberalización financiera, además de las condiciones macroeconómicas iniciales deberían tomar en cuenta la calidad de supervisión bancaria y el estado de salud financiera del sector privado, con el fin de asegurar el éxito de la reforma a diferencia de las recomendaciones hechas en los años 70, la prudencia predomina actualmente, en especial en lo que concierne a las tasas de interés; esta puede ser rápida y exitosa sólo en el caso en que coexisten estabilidad macroeconómica y adecuado nivel de supervisión bancaria y debería ser paulatina en los demás casos, conforme progresan la estabilización económica, la calidad de la supervisión y la diversificación de los mercados. En casos de mercados financieros incompletos, McKinnon recomienda un prolongado periodo de transición con tasas de interés administradas positivas, un control severo de las carteras de los bancos y otros intermediarios financieros, acompañados de control de capitales, limitación del déficit en cuenta corriente, que da lugar a flujos de capital compensatorios¹⁶.

2. El Ajuste Macroeconómico y la Reestructuración del Sistema Financiero Mexicano (1983-1988)

La crisis de la deuda externa marcaba el final de la larga etapa de regulación financiera y comercial que había venido realizando el Estado mexicano, y la desaparición del Estado benefactor. Presionado por los organismos financieros

¹⁶ McKinnon Ronald I., Dinero y capital en el desarrollo económico, Editorial CEMLA, serie Estudios México, 1974, pp 150-157

multilaterales, México aplicó un programa de ajuste basado en la reestructuración de la participación del sector público en la economía, que sentará las bases para emprender, posteriormente un proceso de liberalización financiera y apertura comercial que permitiera liberar recursos para ser canalizados al sector privado y al pago del servicio de la deuda externa.

Esta problemática quedó plasmada en el *Plan Nacional de Desarrollo 1982-1988* (PND), en cuyo diagnóstico se sostiene que uno de los desequilibrios básicos de la economía mexicana es la insuficiencia del ahorro interno, lo que se explica en gran medida por las rigideces y deficiencia de la política tributaria y de precios y tarifas de bienes y servicios público, así como las inercias para movilizar recursos internos para un crecimiento más equilibrado a nivel regional. Ante esta deficiencias, según el PND, la política de gasto público modificó su monto y composición, lo cual si bien contribuyó al dinámico crecimiento también provocó un crecimiento excesivo en los subsidios y transferencias, como consecuencia de la falta de definición clara sobre las prioridades económicas; problemas en la programación del gasto, derivadas de la baja recaudación tributaria; y en general, a la indisciplina presupuestaria producto de la corrupción y el desperdicio de los funcionarios públicos. Todo ello condujo a que la política de gasto público perdiera orientación y efecto sobre el crecimiento y desarrollo económico¹⁷. En el mismo sentido se plantea el diagnóstico del *Programa Nacional de Fomento a la Industria y al Comercio Exterior* (PRONAFICE). Aunque se puntualiza que “... la falta de selectividad del Estado para la adquisición de ciertas empresas, la creación de otras con supuestos fines de regulación de estructuras de mercado y la incursión en proyectos no prioritarios desde el punto de vista de la articulación de cadenas productivas y de exportación han condicionado que parte de los recursos nacionales no hayan sido canalizados de la manera más adecuada para reducir los desequilibrios de la estructura productiva”¹⁸

¹⁷ Presidencia de la república, Plan Nacional de Desarrollo 1982-1988.

¹⁸ Secretaría de Economía, Programa Nacional de Fomento a la Industria y al Comercio Exterior, pág. 45.



Con base en este diagnóstico, el PND planteó una nueva concepción de la participación estatal consistente en la definición de campos prioritarios para la participación del Estado, quien actuará siempre con un criterio de selectividad y racionalidad económica. Por su parte, el PRONAFICE puntualiza el reconocimiento del papel central del mercado, y precisa que la participación del Estado debe concretarse a las funciones de inducción y fomento; sólo debe ser directa en casos excepcionales. En otras palabras, la función económica del Estado se reduce a auxiliar al mercado cuando éste emita señales débiles de precios, demandas y rentabilidad.

Con esta concepción, en 1983 se inició el tránsito hacia el nuevo modelo de acumulación, que tiene como estrategia central la privatización y liberalización de la economía. Las primeras medidas se encaminaron a reducir el gasto público, que se suponía excesivo e ineficiente y que obstaculizaba la toma de decisiones propias del sector privado, y a liberalizar los recursos financieros para ser usados por el sector privado y evitar procesos inflacionarios.

2.1 La política económica y comportamiento macroeconómico

En 1976 se registró la primera devaluación de la moneda, después de 22 años de estabilidad cambiaria, lo que hacía suponer que la crisis era inminente; sin embargo, el auge petrolero que se suscitó en el ámbito mundial, permitió a la economía mexicana relajar las restricciones de balanza de pagos, y entrar en un ciclo de crecimiento acelerado estimulado por las grandes inversiones (públicas y privadas) tanto en proyecto de exploración de nuevos yacimientos petroleros como en la extracción de petróleo, que fueron financiados en gran medida por la deuda externa (ver Cuadro 2).

CUADRO 2
MEXICO. INDICADORES DE CRECIMIENTO Y ESTABILIDAD ECONÓMICA
1970-1980

AÑO	PIB	FBKF/PIB (%)	TIPO DE CAMBIO ^{1/}	INFLACIÓN		TASA DE INTERÉS PASIVA REAL ^{2/}	
				MÉXICO	E.U.A.	MÉXICO	E.U.A.
1970	6.50	20.00	12.50	6.00	6.00	4.00	1.00
1971	3.80	18.00	12.50	3.00	4.00	6.00	0.00
1972	6.20	19.00	12.50	6.00	3.00	2.00	1.00
1973	7.90	19.00	12.50	17.00	6.00	-6.00	1.00
1974	5.80	20.00	12.50	33.00	11.00	-17.00	-3.00
1975	5.70	25.00	12.50	14.00	9.00	-3.00	-3.00
1976	4.40	21.00	15.40	14.00	6.00	-3.00	-1.00
1977	3.40	20.00	22.60	32.00	7.00	-16.00	-1.00
1978	9.00	21.00	22.80	18.00	8.00	-7.00	0.00
1979	9.70	23.00	22.80	23.00	11.00	-6.00	-1.00
1980	9.20	24.00	23.00	21.00	13.00	1.00	-2.00

^{1/} Pesos por dólar

^{2/} Se refiere a la tasa de interés pasiva real.

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores económicos y Banco Mundial World Debt Tables

Efectivamente, la confianza de la banca privada internacional y de los organismos financiero multilaterales, basada en las reservas y exportaciones petroleras de México, facilitaron el otorgamiento de créditos tanto al sector público como a las empresa, lo que explica el crecimiento acelerado de la deuda externa, que pasó de 6,552 en 1970, a 31,296 en 1977, para alcanzar en 1982 los 91,167 en 1982 millones de dólares. Este crecimiento acelerado empieza a manifestarse en el déficit de la balanza de cuenta corriente, que pasó de 3,155 en 1978, a 6,221 millones de dólares en 1982, generado en parte, por el pago de intereses de la deuda externa; en consecuencia, la deuda externa generaba y reproducía el desequilibrio externo (ver Cuadro 3).

TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

CUADRO 3 DEUDA EXTERNA Y CUENTA CORRIENTE 1970-1989 (Miles de Millones de Pesos)		
AÑO	DEUDA EXTERNA	CUENTA CORRIENTE
1970	6,552.00	
1971	6,682.00	-1,080.00
1972	7,835.00	-1,141.00
1973	10,455.00	-1,692.00
1974	14,578.00	-3,487.00
1975	20,391.00	-4,779.00
1976	27,083.00	-4,000.00
1977	31,296.00	-1,811.00
1978	3,557.00	-3,155.00
1979	42,789.00	-5,461.00
1980	54,657.00	-10,740.00
1981	79,712.00	-16,052.00
1982	91,167.00	-6,221.00
1983	97,973.00	5,418.00
1984	98,786.00	4,238.00
1985	101,700.00	1,237.00
1986	103,950.00	-1,673.00
1987	107,639.00	3,966.00
1988	99,630.00	-2,443.00
1989	96,881.00	-5,449.00

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos, Varios años. SHCP, Dirección de Planeación Hacendaria.

El alto endeudamiento del sector privado, principalmente a través de deuda de corto plazo, es comprensible si consideramos la instrumentación de una política de estabilidad cambiaria y una política monetaria que siguió la regla de fijar tasas de interés nominal iguales a las tasas de interés más la tasa de devaluación esperada del peso. Provocando esto último, un encarecimiento del crédito interno con respecto al crédito externo cuyo tasa interés era más baja. Así, con precios del petróleo al alza y tasa de interés externa bajas, las expectativas sobre la economía mexicana eran positivas. Sin embargo, las primeras señales de inestabilidad económica se dejaron ver a principios de 1982, con la caída de los precios internacionales del petróleo y el incremento de las tasas de interés internacionales. La fuga de capitales no se hizo esperar (ante la ausencia del control de cambios), para agosto de ese año, las reservas oficiales estaban

prácticamente agotadas, el flujo de créditos se vio drásticamente interrumpido. Se estableció un sistema dual de cambios y el gobierno suspendió los pagos de la deuda externa¹⁹. Los compromisos del servicio de la deuda externa presionaban al gobierno, ya que casi la mitad de la deuda externa debía ser amortizada entre finales de 1982 y principios de 1983.

Para enfrentar estos desequilibrios, el gobierno instrumenta una política de estabilización ortodoxas, que considera que las causas de la inflación son el creciente déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y el financiamiento de los incrementos en la demanda agregada a través del déficit público. Acorde con este enfoque se aplica un programa de contracción fiscal, basado en una fuerte reducción del gasto público en inversión, un aumento en los precios de los bienes y servicios públicos y una disminución en los subsidios a los alimentos básicos; combinado con devaluación y libre convertibilidad del peso²⁰. Esta política de choque sobre la demanda agregada conducirá a un ciclo de alta inflación con recesión.

Durante el periodo de 1982-1987, dada la alta incertidumbre sobre el comportamiento de la economía mexicana, la inflación fue adquiriendo fuerza hasta verse influenciada por un alto componente inercial. En su trayectoria se pueden distinguir tres momentos: el primero (1982-1983), la inflación aumenta continuamente, como producto de los ajustes en el tipo de cambio, en las tarifas públicas y en los impuestos indirectos netos. Cabe señalar que en 1982 los incrementos en los salarios nominales se mantuvieron a la par con la tasa de inflación, debido a los aumentos de emergencia salarial.

¹⁹ Reynolds, Clark W. "¿Una generación perdida?. Por qué el desarrollo latinoamericano depende del crecimiento. Solución al problema de la transferencia negativa de recursos", en Carlos Bazdresch, et. al., (comps.), México. Auge, crisis y ajuste, Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1992, pág. 250

²⁰ El Banco de México se retira del mercado cambiario, lo que condujo a una devaluación del peso de casi 80 % para el mes de febrero de 1983.

Durante la mayor parte de 1982, los ajustes a los precios clave estuvieron por encima de la inflación pasada, en especial el del tipo de cambio y de las tarifas públicas; por lo tanto, un alineamiento posterior de la estructura de los precios relativos propicio un importante crecimiento de la inflación. El segundo momento (1983-1984), la tasa de inflación fue decreciente, ya que de su nivel máximo de 100-120 % paso a 55-60 % durante casi todo 1984, como consecuencia de los severos controles salariales, en particular en 1983, y al manejo de las mini devaluaciones en función de la inflación esperada. A ello se le debe agrega que los precios en las tarifas de los bienes públicos registraron alzas poco significativas y que los impuestos indirectos crecieron muy poco. El tercer momento que se inicia en 1985, la tendencia declinante se revierte con el afianzamiento de los mecanismos de indización progresivamente. Los ajustes salariales con base en la inflación pasada continuaron elevándose desde finales de 1984, después de un periodo de extrema represión salarial, lo que obliga a adoptar una la política de ajustes cambiarios al alza en diciembre de 1984 y marzo de 1985²¹.

En general, las presiones inflacionarias de este periodo estuvieron estrechamente ligada a la dificultad para cubrir el pago del servicio de la deuda, al exceso de la demanda agregada, a los elevados déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, al bajo nivel de competitividad de las exportaciones en el mercado externo, y al creciente déficit público²² generado por la insuficiencia en la captación tributaria y en los altos volúmenes de pagos de intereses de la deuda pública externa, que inhibieron el ahorro interno del sector público²³.

²¹ Ros, Jaime, "Del auge petrolero a la crisis de la deuda. Un análisis de la política económica en el periodo 1978-85", en Rosemary Thorp y Lawrence Whitehead (editores), *La Crisis de la Deuda en América Latina*, Editorial Siglo XXI, México 1986, p. 99-100.

²² Si el déficit público es corregido por los efectos de la inflación; es decir, por el cambio en el valor real de la deuda gubernamental, el ajuste fiscal fue más severo.

²³ Ayala, Espino José. *Estado y Desarrollo. La formación de la economía mixta mexicana en el siglo XX*, Editorial Facultad de economía-UNAM, México, 2001, págs. 424-425.

En efecto, el pago de intereses de la deuda pública externa ejerció gran presión sobre las finanzas públicas, ya que representó el 46.5 % del gasto programable en 1983 y 78.6 % en 1987, lo que se refleja en una drástica reducción de la participación del sector público en la economía, que ve disminuida la participación de los gastos públicos, como relación al PIB, de 36.08 % en 1981 a 23.52 % en 1989. Si bien ello permitió una mejora en las finanzas públicas al generar un superávit primario y una disminución del déficit financiero; no obstante, esta restricción en el gasto público también fue acompañada de una severa reducción en la inversión bruta fija del sector público, que pasa de 10.8 % como proporción del PIB en 1981, a sólo 4.1 en 1989. Ello, no sólo tuvo un efecto recesivo inmediato sobre la economía, sino que además restringió la capacidad de maniobra del Estado para impulsar la dinámica económica, dejándose a las libres fuerzas del mercado (ver Cuadro 4).

Por el lado de los ingresos fiscales, el ajuste comprendió aumento de los ingresos por la vía de la elevación de precios y tarifas de los bienes y servicios públicos, y una aumento en los impuestos indirectos y en los directos provenientes de ingresos por trabajo. Con ello se pretendía reducir la dependencia de las finanzas públicas de las exportaciones petroleras, y enfrentar la fuerte carga que representaban las transferencias externas por concepto del servicio de la deuda externa (ver Cuadro 5).

El deterioro de las finanzas pública se agudizó con el crecimiento de la deuda pública interna, que ante la escasez de recursos externos, obligó al gobierno a recurrir a constantes colocaciones de valores públicos, con vencimiento a corto plazo y de renta fija.

CUADRO 4
MEXICO: INDICADORES MACROECONÓMICOS 1980-1989

INDICADORES	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
TASA DE CRECIMIENTO REAL PIB %	9.2	8.8	-0.6	-4.2	3.6	2.6	-3.8	1.7	1.2	3.3
INGRESO PER CAPITA (1980=100)	100	106.3	103.2	97.5	98.1	98.7	93.2	93.3	92.8	94.3
INFLACION ANUAL (%)		28.7	98.9	80.8	59.2	63.7	105.8	159.2	51.7	19.7
DEFICIT FISCAL/PIB	7.5	14.1	16.9	8.6	8.5	9.6	15.9	16.1	12.5	5.6
EXPORTACIONES/PIB	8.2	8.9	10.9	12.7	13.3	12.2	12.5	14.4	15.2	14.9
IMPORTACIONES/PIB	10.2	11	6.6	4.4	5.2	5.8	5.5	5.8	8.2	9.7
DEF. EN CTA. CORRIENTE/PIB	-5.4	-6.5	-3.4	-4.9	-2.6	0.5	-1.1	3.1	-1.4	-2.8
RESERVAS INTERNACIONALES (billones de dólares)	3.8	4.82	1.63	4.73	7.93	5.6	6.59	13.04	6.38	6.62

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos, INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales

CUADRO 5
INGRESOS PRESUPUESTALES DEL GOBIERNO FEDERAL
(Estructura Porcentual)

AÑO	TOTAL	INGRESOS PETROLEROS	INGRESOS NO PETROLEROS
1980	100.00	25.40	74.60
1981	100.00	27.10	72.90
1982	100.00	37.80	62.20
1983	100.00	43.90	56.10
1984	100.00	45.50	54.50
1985	100.00	44.80	55.20
1986	100.00	37.20	62.80
1987	100.00	40.40	59.60
1988	100.00	31.20	68.80

FUENTE: Elaboración propia con base en Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Como vemos, la disciplina fiscal se convirtió en el requisito necesario para cumplir con el pago del servicio de la deuda; corregir los desequilibrios macroeconómicos interno y externo; mantener estable la estructura de precios relativos, con lo que reducían la presión inflacionaria. Además, la generación de recursos extraordinarios por la venta de empresas públicas, permitió enfrentar la presión en el sector financiero, mediante el alza de las tasas de interés y la devaluación del tipo de cambio, tendiente a estimular el ahorro y las exportaciones.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

La redefinición de la forma y extensión de la participación del Estado en la economía, quedó plasmada en el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), que tenía como objetivo central precisamente la estabilización de precios y la generación de condiciones financieras que permitieran corregir el desequilibrio fiscal y la acelerada inflación, para lo cual se proponía un cambio estructural basado en un nuevo modelo de acumulación sustentado en dos estrategias económicas: la reducción de la participación del Estado en la economía mediante la desregulación y privatización, y la sustitución de exportaciones para lo cual era importante la apertura comercial. En cuanto a la reducción de la participación del sector paraestatal en la economía, el proceso fue acelerado y firme a partir de 1982. En este año el estado participaba en el sector industrial con más de 400 empresas, para 1985 éstas ya habían disminuido a menos de 300, y al finalizar el sexenio de Miguel de la Madrid, el estado sólo participaba en 173 empresas paraestatales²⁴.

El ajuste fiscal estuvo encaminado a eliminar el exceso de demanda que se consideraba era la causa de la inflación y de los desequilibrios externos. Este ajuste tomó más fuerza para 1983, cuando el déficit nominal del sector público debía ser acortado a la mitad como porcentaje del PIB, de 17 % en 1982 a 8.5 % en 1983. Este recorte estuvo cerca de cumplir su objetivo (ya que fue de 8.8 %), gracias a dos factores:

- a) Una reducción de 9 % del PIB en el gasto público, excluidos los pagos de intereses de la deuda, mediante una caída de 32.5 % en la inversión oficial, principalmente de las empresas públicas y disminución sustancial de los salarios reales,

²⁴ Para una mayor profundización sobre el proceso de privatización del sector paraestatal, véase, entre otros, Cordera, R. y Ayala, J., "Estado y privatización: Una aproximación a la experiencia mexicana", en Carlos Bazdresch, et. al., (comps.), México. Auge, crisis y ajuste, Tomo III, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1992, págs. 267-269.

- b) El segundo factor, fue el aumento del 3 % en los impuestos indirectos, netos de subsidios y un ajuste en el alza de los precios relativos del sector público.

Los ingresos petroleros sufrieron un aumento debido a un ajuste del tipo de cambio, esto condujo a un incremento de 1.6 % en el excedente bruto de las empresas públicas; los impuestos indirectos redujeron su participación en el PIB, como consecuencia del aceleramiento de la inflación y fallas en la recaudación fiscal. Para 1984 el ajuste fiscal fue menos rígido pero quedó sin alterar el déficit fiscal nominal; mientras que los requerimientos financieros del sector público sólo cayeron en 2 %, debido a que los pagos de intereses nominales sobre la deuda pública disminuyeron su monto a medida que las tasas de interés disminuyeron por de la desaceleración de la inflación entre 1983-1984.

Con respecto a la política monetaria, la fijación de tasas de interés consistió en igualar las tasas pasivas de interés nominal interna con las tasas externas, más una considerable prima sobre la tasa anunciada de mini devaluaciones, con el propósito de frenar la fuga de capitales; sin embargo, como la tasa de mini devaluaciones quedó por debajo de la inflación, las tasas pasivas reales descendieron. En cuanto a la política crediticia, se implantaron techos monetarios a la expansión del crédito doméstico tendiente reducir el consumo.

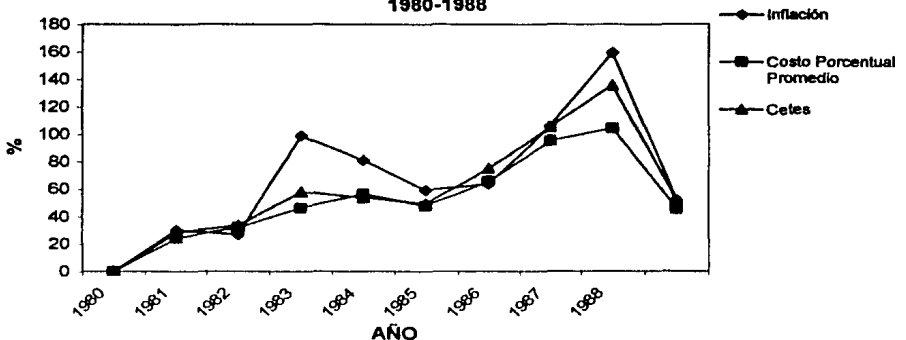
Cabe señalar que en 1983-1984, se elevaron las reservas excedentes en el sistema bancario, no como efecto de esta política, sino como consecuencia de la caída en la demanda privada de préstamos bancarios, producto de la caída de la inversión y la actividad económica.

Las tasas de interés se comportaron más o menos acorde con los pronósticos del gobierno de una continua reducción de las tasas de inflación, lo que explica que los depósitos líquidos otorgaran una tasa nominal de interés mayor que los

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

depósitos a plazo. El margen entre estos sé amplio a principios de 1984, y a medida que la inflación aumento, se dio un cambio radical en la composición de los ahorros financieros del sector privado. A pesar de que las tasas pasivas eran relativamente bajas, las tasas activas reales se mantuvieron altas, originado por el cambio en los ahorros financieros del sector privado, ya que en la estructura de tasas de interés *ex-post* predominaron los depósitos líquidos, lo que incrementó el costo real promedio de la captación bancaria. Por otro lado, a medida que los recursos bancarios excedentes se acumulaban, y la inflación se mantenía en un alto nivel, el impuesto inflacionario sobre los recursos bancarios aumento a pesar de las subastas de depósitos del Banco de México. Este incremento en la carga impositiva sobre las reservas bancarias pudo haber sido trasladada a los prestatarios mediante un alza en las tasas activas reales²⁵. Este alto grado de liquidez de los activos financieros presionó sobre el tipo de cambio, pero que ante una política de minidevaluaciones menor al crecimiento de los precios, mantuvo permanentemente al tipo de cambio subvaluado.

**GRAFICA 1
TASAS DE INTERÉS E INFLACIÓN
1980-1988**



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México, indicadores económicos

²⁵ Huerta, G. Arturo, op. cit., págs. 36-40.

En 1982 se estableció un sistema dual de cambios que fijó en 50 pesos el tipo de cambio para transacciones comerciales y en 72 pesos el vigente para otras transacciones, sujetas a racionamientos. Esto estimuló la proliferación de un mercado negro que comerciaba a una tasa flexible de entre 130 y 140 pesos en los últimos meses de 1982, por lo que el gobierno se vio forzado a ajustar el tipo de cambio hasta alcanzar el precio vigente en el mercado negro, introduciendo un tipo de cambio libre en 150 pesos y un tipo de cambio controlado en 95 pesos, sujeto a mini devaluaciones diarias de 13 centavos, que implicaba una tasa declinante de las mismas a partir de un nivel de 60 % en términos anuales. A partir de 1983 se aplicó este sistema de mini devaluaciones al tipo de cambio libre. "Los tipos de cambio real mostraron niveles excepcionalmente bajos, el tipo de cambio controlado llegó en 1983 a casi la mitad del que registró en 1982, y casi 30 % por debajo de 1978"²⁶.

Ante el deterioro progresivo de la balanza comercial, en 1983 se inicia un proceso moderado, pero firme de liberalización de las importaciones mediante la disminución de los controles y la sustitución de permisos y licencias de importación. Ello, aunado a la caída de la demanda interna que provocó la política fiscal restrictiva²⁷ sobre las importaciones, permitieron una mejora en la balanza comercial y un incremento en el acervo de reservas internacionales.

2.2 Reestructuración y Modernización del Sistema Financiero

Hasta principios de la década de los ochentas el sistema financiero mexicano se caracterizaba por un alto grado de regulación, que había permitido tasas de interés estables y una oferta casi ilimitada de divisas a un tipo de cambio fijo. Dicho sistema se sustentó en tres medidas fundamentales: 1) regulación de tasas pasivas de interés bancarias, que limitaban a su vez, las variaciones en las tasas

²⁶ Ver. Ros, Jaime, op cit p 90

²⁷ Aspe, A Pedro, El camino mexicano de la transformación económica, Editorial Fondo de Cultura Económica. México, 1993, págs 23-24

activas; 2) el establecimiento de encajes fijos y marginales flexibles sobre la captación bancaria, y 3) la adecuación del gasto público para mantener un crecimiento estable del producto, evitando generar problemas en la balanza de pagos (ver Cuadro 6).

Hasta principios de la década de los ochenta, el Banco de México había fijado las tasas de interés pasivas del sistema bancario, y había controlado el crédito mediante un sistema de encajes legales básicos y marginales. Este esquema de regulación respondía a una tradición de libre convertibilidad del peso con tipo de cambio fijo, y a la hipótesis largamente sustentada por el instituto emisor, de que los elementos componentes del gasto interno eran relativamente inelásticos a las tasas de interés, por lo que un sistema de controles cuantitativos sobre el crédito era más efectivo para orientar la demanda que la realización de operaciones de mercado abierto. El encaje legal no solamente había permitido al banco central controlar la expansión del crédito, sino que se había convertido en la principal fuente de financiamiento no inflacionario del déficit público.

CUADRO 6				
MEXICO. ESTRUCTURA DEL CREDITO INTERNO				
(PORCENTAJES)				
AÑO	CREDITO INTERNO			INVERSIÓN PÚBLICA ^{1/} /PIB
	TOTAL	PÚBLICO	PRIVADO	
1970	100.00	-1.00	101.00	6.57
1971	100.00	14.00	86.00	4.32
1972	100.00	12.00	88.00	5.24
1973	100.00	12.00	88.00	5.46
1974	100.00	2.00	98.00	4.62
1975	100.00	8.00	92.00	4.83
1976	100.00	12.00	88.00	3.67
1977	100.00	11.00	89.00	2.69
1978	100.00	14.00	86.00	2.80
1979	100.00	33.00	67.00	2.60
1980	100.00	33.00	67.00	2.25

1/ Se refiere a la inversión pública federal realizada al precio de 1970

Fuente: Elaboración propia en base a Banco de México, Indicadores de Moneda y Banca, Varios años.

La economía mexicana, como cualquier economía en desarrollo, se ha caracterizado por tener un mercado de valores débil, casi inexistente. Hasta los ochenta, su principal fuente de inversión era el sector bancario. De hecho, el

sistema financiero mexicano se distinguía por sustentar su financiamiento fundamentalmente en el sistema bancario, que contaba con "mecanismos compensatorios" regulados por el gobierno; con lo que se aseguraba la intermediación financiera. El Estado generaba demanda mediante el gasto corriente y de capital (inversión), que se financiaba mediante la emisión de valores de renta fija (que eran adquiridos por la banca comercial) y del "encaje legal". Además, parte de la captación del sector bancario debía canalizarse al financiamiento de sectores prioritarios, política que se denominó "encajonamiento" de créditos. La banca de desarrollo, que se fondeaba con recursos externos, también desempeñó una función importante en el financiamiento del gasto público²⁸.

En el periodo 1984-1987, cuando la magnitud de las devaluaciones (tipos de cambio subvaluados) fueron superiores a la tasa de interés interna y la tasa efectiva en dólares de los depósitos nacionales era menor a la tasa de interés externa, los recursos financieros tendieron a colocarse en actividades especulativas, particularmente en la bolsa de valores, que era impulsada por el gobierno mediante la colocación de emisiones de CETES, con la finalidad de crear expectativas de rentabilidad interna, evitar fuga de capitales e incentivar su entrada para generar efectos favorables en la balanza de pagos y en la reserva internacional. Ello condujo al gobierno a elevar la tasa de interés real interna, lo que generaría un deterioro de la finanzas públicas dado el alto monto de la deuda interna²⁹.

En septiembre de 1982 se conjugaron una serie de elementos que repercutieron en la economía nacional y dieron como resultado una fuga masiva de capitales. Este fenómeno se agudizó desde junio de ese mismo año, manifestándose

²⁸ Levy, O Noemí, Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México 1960-1994, Editorial Facultad de Economía-UNAM, México, 2001, págs. 176-177

²⁹ Ize, Alain, "Liberalización comercial, estabilización y crecimiento. Notas acerca de la experiencia mexicana", en Carlos Bazdresch, et al., (comps.), México. auge, crisis y ajuste, Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1992, pág. 215

posteriormente como un problema de liquidez para hacer frente a los compromisos de la deuda externa de corto plazo³⁰. Las presiones especulativas precipitaron la devaluación del tipo de cambio; además la desaceleración de la economía nacional, y en particular el agudo déficit de las finanzas públicas, obligaron al gobierno a decretar la nacionalización de la banca privada y la adopción del control generalizado de cambios a partir de septiembre de 1982.

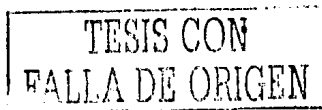
Para hacer frente a esa situación el Banco de México dictó un conjunto de disposiciones orientadas a enfrentar los problemas de la regulación monetaria, entre ellas se incrementó el control generalizado de cambios que llevo a implementar tres tipos de paridad: controlado, libre y especial. Los dos primeros con el propósito de estimular las exportaciones y propiciar una captación de divisas que permitiera cubrir con los requerimientos de la planta productiva, así como estimular el ahorro interno, y el tercero se utilizó como pago de "mex-dólares"³¹.

En 1983 se inicia el proceso de reprivatización de la banca comercial, con lo que se aceleramiento las operaciones de fusiones entre las instituciones nacionales más grandes. De esta forma que para 1985 se había constituido una nueva estructura bancaria, que tenía como objeto racionalizar y optimizar las operaciones bancarias. Así, de 60 instituciones que existían al momento de la nacionalización, se revocaron 11 concesiones, se fusionaron 20 bancos en 12 sociedades y 17 más conservaron su denominación, con lo que el total disminuyó a 29. En 1985 se fusionaron otros diez bancos, y en 1988, al decretarse una fusión adicional, el total de sociedades crediticias fue de 18³².

³⁰ Tello, M Carlos, La nacionalización de la banca en México, Editorial Siglo XXI, México, 1984, pág. 109.

³¹ Solís Leopoldo Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI, Siglo XXI editores, México 1997, p.57

³² Ortiz, Martínez G., La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Una visión de la modernización de México, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1994 En particular véase en Capítulo XV.



La liberalización económica y financiera eliminó los "mecanismos compensatorios" del periodo anterior que tenían como objetivo limitar el libre movimiento de los factores productivos. Efectivamente, los cambios institucionales efectuados en los ochenta y noventa limitaron el acceso del gobierno a los créditos; e incrementaron la oferta de créditos al sector privado; sin embargo, el gasto privado en inversión no se incrementó en un volumen suficiente para revertir la reducción del gasto público. En consecuencia, no se lograron los objetivos de incrementar la eficiencia en la intermediación financiera, particularmente en la recolección (interna y externa del ahorro) y distribución de los recursos para reactivar la inversión. Particularmente en el ámbito financiero, las nuevas reglas provocaron: 1) la apertura de un nuevo espacio (sector bursátil) para la valorización del capital, especialmente a partir de la liberalización del mercado de valores, se generó una creciente especulación que captó las utilidades del sector productivo, en detrimento del gasto de la inversión fija; 2) aumentó de la captación de recursos externos que, sin embargo, no fue reciclada al sector productivo y, conjuntamente con el creciente déficit externo, generó un riesgo cambiario que desembocó en la devaluación de 1994, así como un fuerte aumento de la deuda interna y externa; 3) la creciente participación de títulos gubernamentales distorsionaron la estructura de las tasas de interés, imponiéndose un mayor precio a la tasa de rendimiento de los títulos gubernamentales con relación a la tasa de rendimiento por depósitos. Esto es, la liberalización de la tasa de interés fue parcial, debido a que las autoridades monetarias manipularon dicho precio, castigando la tasa de interés por depósitos y premiando la de bonos gubernamentales con bajo riesgo, lo cual atrajo cuantiosos recursos al sector bursátil alejándolos del sector productivo³³.

El sistema financiero regulado que permaneció hasta 1980, tenía como objetivo mantener los tipos de interés competitivos internacionalmente, regular el crédito, así como el gasto público a fin de mantener en equilibrio la balanza de pagos.

³³ Mántey, de A. Guadalupe, "Efectos de la liberalización financiera sobre la deuda pública de México", Mimeo, UACPyP/UNAM, México, 1996, pág.

La emisión de deuda pública interna respondía principalmente a las necesidades de financiamiento del déficit público, de modo que el diferencial entre la colocación anual de valores gubernamentales y el déficit económico era muy cercano a cero.

El banco central, al actuar como agente colocador de la deuda pública interna en el sistema bancario regulado, mantenía un equilibrio entre los depósitos que recibía de los bancos comerciales y el financiamiento que concedía tanto el gobierno federal como a los mismos bancos comerciales.

Estos equilibrios se perdieron con la liberación de las tasas de interés, eliminación del control sobre las tasas de interés, la eliminación del encaje legal, y la desregulación del mercado bursátil para la inversión extranjera; dejando en libertad a los bancos para establecer sus márgenes de intermediación. Cabe señalar que estas disposiciones fueron aplicadas al mismo tiempo que se reducía el tamaño del sector público y se saneaban sus finanzas, de esta manera se liberaron abundantes recursos financieros a disposición del sector privado, mismos que no fueron canalizados a la inversión productiva³⁴.

La liberalización de las tasas de interés bancarias lejos de contribuir a disminuir en las presiones sobre la balanza de pagos, las acentuó, debido a las condiciones de competencia oligopólica del mercado bancario mexicano. Las tasas de interés de los CETES (activos sin riesgo) fueron superiores a los depósitos bancarios de igual plazo (TDB), en tanto que la tasa a la cual el banco central provee de liquidez a los bancos comerciales (TIIB) se elevó para responder al riesgo del incremento cambiario y a las presiones en los flujos especulativos de capital internacional³⁵.

³⁴ Levy, O Noemi, op cit , pág. 237

³⁵ Mántey, de Anguiano G., "La estrategia anti-inflacionaria del Banco de México ante la desregulación financiera internacional", en Diana R. Villarreal G. (comp.), Política económica y crisis financiera en México, Editorial UAM_Xochimilco, México, 1998, págs. 101-103

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

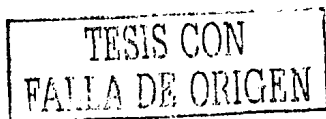
3. La Política Anti-Inflacionaria y el Proceso de Desregulación y Liberalización Financiera en México 1988-2001

Durante los tres últimos años del sexenio de Miguel de la Madrid los desequilibrios estructurales (déficit público, déficit externo, alta concentración del ingreso, desempleo) se agudizaron con el crecimiento acelerado de la tasa de inflación. Ello, obligaba al gobierno entrante de Salinas de Gortari a aplicar una política de ingresos (control de precios) de corte heterodoxo tendiente a controlar, en el corto plazo la inflación que estaba altamente determinada por el componente inicial. Se consideraba que se contaba con las condiciones económicas internas y externas necesarias para aplicar una política de precios e ingreso, tales como un tipo de cambio subvaluado, un alto volumen reservas internacionales y superávit en la comercial alcanzado.

La política de precios quedo plasmada en el Pacto de Solidaridad Económica, que se pone en marcha en diciembre de 1987, las primeras medidas fueron el aumento del tipo de cambio (que había permanecido subvaluado casi todo el sexenio anterior); incrementos sustanciales de los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos; la fijación de altas tasas de interés; y la autorización al sector privado para que elevará sus precios, para luego estabilizarlos³⁶. El primer resultado de dicha política fue la alineación generalizada de precios tanto públicos como privados, que condujo inmediatamente a un descenso de la tasa de inflación.

El éxito de esta política dependía, por un lado, del control del tipo de cambio y de las políticas monetaria y fiscal contraccionistas, incluyendo la disminución de los salarios reales, y por el otro, del grado de confianza de los empresarios y banqueros sobre la continuidad y cumplimiento de tales políticas. Esto último, dependía de la desregulación económica (apertura comercial y liberalización

³⁶ Huerta, G Arturo, op. cit. , pág 150



financiera), incluyendo el previo saneamiento de las finanzas públicas mediante la privatización del sector paraestatal, dejando que las libres fuerzas del mercado actuarán.

3.1. Estabilidad y Crecimiento Económico.

A pesar de que el Pacto logro desacelerar la inercia inflacionaria, ello no generó un crecimiento generalizado de la economía. Las ramas con mayores posibilidades de acumulación incrementaron sus exportaciones y aprovecharon la disminución de los costos relativos para modernizar su planta productiva. Pero, el rezago del consumo e inversión del sector pública, así como la fijación de altas tasas de interés y las condiciones de alta competencia creadas por la apertura comercial limitaron el crecimiento de la inversión productiva en las ramas cuyo producción tenía como destino el mercado interno (ver Cuadro 7).

El saneamiento de las finanzas pública se centró en los ajustes en el gasto y en modificaciones al sistema tributarias, que implicó la descentralización de la recaudación y la fiscalización, así como el ajuste de precios y tarifas públicas. Entre las medidas más importantes destacan las siguientes:

- Cambios en el impuesto sobre la renta esto para aumentar la eficiencia fiscal y adoptarlo a los cambios estructurales y a los nuevos instrumentos financieros.
- La elevación del impuesto al valor agregado de 10 a 15 %.
- La reducción gradual de la tasa al impuesto sobre la renta de las empresas, ya que en 1988 equivalía al 42 % disminuyendo para 1991 al 35 %.
- La reducción de la tasa máxima del impuesto a las personas físicas, que entre 1988 y 1992 bajo de 40 a 35 %, respectivamente.

CUADRO 7			
INDICADORES MACROECONÓMICOS			
AÑO	PIB ^{1/}	INFLACION %	EMPLEO ^{2/}
1988	416,305,236.00	51.60	3.6
1989	548,857,974.00	19.70	3
1990	738,897,516.00	29.90	2.75
1991	949,147,624.00	18.80	2.63
1992	1,125,334,287.00	11.94	2.83
1993	1,256,195,971.00	8.01	3.43
1994	1,420,159,456.00	7.05	3.7
1995	1,837,019,067.00	51.97	6.23
1996	2,525,575,029.00	27.70	5.5
1997	3,174,275,217.00	15.72	3.73
1998	3,846,349,882.00	18.61	3.16
1999	4,583,762,250.00	12.32	2.5
2000	5,432,354,825.00	8.96	2.21
2001	1,598,832,340.50	4.40	2.46
2002	1,600,631,330.33	5.70	2.13

1/ Flujos en Míes de Pesos a Precios de 1993)

2/ Tasa de desempleo abierto (porcentaje)

Fuente: Elaboración propia en base a INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales

Estas medidas conjuntamente con la disminución de la inflación, coadyuvaron a la mejora en la recaudación fiscal, que se reflejó en un aumento de los ingresos gubernamentales, que también se vieron favorecidos por el incremento de los ingresos tributarios no petroleros.

La apertura comercial y la fijación del tipo de cambio fueron factores centrales en la estabilización de los precios internos mediante la competencia con los precios de los bienes importados, y en el crecimiento de las exportaciones manufactureras. Sin embargo, propicio, por un lado, un crecimiento acelerado de las importaciones, que han venido presionando sobre el sector externo, y por el otro, ha generado un proceso de competencia que no condujo a la elevación de la productividad. Por el contrario provocó la desarticulación de la planta productiva, principalmente en aquellas cadenas industriales donde se localizan los productores nacionales. Ello, ha obligado a que los productores nacionales sacrifique márgenes de ganancia para permanecer (con precios competitivos) en

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

el mercado, lo cual limita su proceso de acumulación y modernización que les permita elevar su productividad.

A medida que el sector público saneaba sus finanzas mediante la contracción de su gasto y la desincorporación y venta de empresas públicas consideradas no prioritarias (ver Cuadro 8), su demanda de crédito al sector bancario interno se vio reducida, dándose una reorientación del crédito hacia el sector privado. Por otra parte, la renegociación de la deuda pública externa bajo los lineamientos del Plan Brady, así como la reanudación de los préstamos voluntarios al gobierno federal y a las empresas públicas en el mercado financiero internacional, contribuyeron también a liberar recursos internos para el sector privado. Este proceso se reflejó en una reducción importante de las tenencias bancarias de valores gubernamentales durante la segunda mitad de la década de los ochenta, y en un incremento espectacular del multiplicador del crédito.

En efecto, la disponibilidad de recursos externos, que se inicia en 1989 y se acelera en 1991-1993, y que respondía en gran medida a factores exógenos a la economía nacional, permitieron posponer ajustes necesarios en el tipo de cambio. Sin embargo, para asegurar la entrada de dichos flujos era necesario mantener altas las tasas de interés internas, lo que limitó el manejo de la política monetaria y presionó sobre el sector externo, aun cuando el banco central contaba con la autonomía para actuar. En estas circunstancias, de alta afluencia de capitales externos, el banco central puede intentar mantener diferenciales de tasas de interés con el exterior acordes con la evolución del tipo de cambio real, es decir, a modo de lograr la paridad de tasas de interés; y sin embargo obtener resultados inconsistentes, pues los resultados dependen en gran medida de las condiciones particulares por las que atraviesen los mercados financieros internacionales. Ante esto, el banco central siguió una política acomodaticia, ajustando los diferenciales de tasas de interés no sólo a la evolución del tipo de cambio real, sino también a la afluencia de capitales del exterior.

CUADRO 8		
DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO		
(Miles de millones de pesos)		
AÑO	Déficit Primario	Déficit Económico
1988	-30,960.50	-31,358.60
1989	-40,765.50	-42,449.40
1990	-50,604.20	-52,965.30
1991	-44,762.70	-45,564.30
1992	-56,914.50	-58,159.40
1993	-41,879.40	-42,002.80
1994	-28,446.40	-29,458.40
1995	-81,594.60	-85,803.00
1996	-107,202.20	-109,562.70
1997	-110,652.60	-111,434.30
1998	-63,700.60	-65,666.90
1999	-111,495.30	-115,110.20
2000	-140,932.70	-143,355.40
2001*	-67,198.00	-69,450.00

* Cifras al mes de marzo

Déficit(+) O Superávit(-) Primario Presupuestal

Déficit(+) O Superávit(-) Primario Económico

Fuente: Elaboración propia con base en, Banco de México Indicadores Económicos

La presión sobre la balanza en cuenta corriente provenía de la balanza de capitales que recibía grandes flujos de capitales de corto plazo; de la necesidad de mantener el tipo de cambio sobrevaluado; y de la liberalización comercial (ver cuadro 9 y 10).

3.1 Desregulación y Liberalización Financiera.

A partir de 1989, México inicia un acelerado proceso de desregulación financiera basado en a los planteamientos teóricos neoliberales de la teoría de la represión financiera, que sostiene que para resolver el problema de la generación de bajo ahorro interno, es necesario desregular y liberalizar al sector bancario, lo que permitirá a su vez que el mercado de capitales se expanda. Bajo esta concepción, las reformas financieras iniciadas en 1984 con la derogación del encaje legal, seguidas por la liberalización total de tasas de interés (1988), que prosiguieron con la venta definitiva de la banca comercial entre 1989-1990, y con la autorización de la autonomía al banco de México en 1993.

CUADRO 9				
SECTOR EXTERNO				
(Millones de Dólares)				
AÑO	TIPO DE CAMBIO (PESOS)	EXPORTACIONES	IMPORTACIONES	BALANZA COMERCIAL
1988	2.26	2,667.20	2,712.20	-45.00
1989	2.65	3,036.30	3,065.50	-29.20
1990	2.92	3,699.30	3,650.70	48.60
1991	3.05	3,633.40	3,466.60	166.80
1992	3.05	3,887.00	5,417.00	-1,530.00
1993	3.05	4,779.40	5,741.70	-962.30
1994	3.05	5,520.20	6,882.90	-1,362.70
1995	7.55	7,167.00	6,502.20	664.80
1996	7.81	8,595.50	7,830.20	765.30
1997	7.95	9,694.50	9,973.50	-279.00
1998	9.65	10,196.70	10,651.70	-455.00
1999	9.30	12,305.10	12,795.30	-490.20
2000	9.40	14,035.70	14,975.60	-939.90
2001	9.26	14,030.40	14,796.00	-765.60

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos.

CUADRO 10		
CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITALES		
(Millones de Dólares)		
AÑO	CTA. CORRIENTE	CTA. DE CAPITALES
1980	-3,365.60	2,639.50
1981	-4,699.70	10,056.50
1982	1,102.20	1,074.70
1983	1,777.90	423.10
1984	474.30	217.20
1985	833.10	-168.10
1986	512.00	981.80
1987	806.90	-2,277.50
1988	-1,717.70	-166.30
1989	-1,458.30	717.20
1990	-1,823.10	2,021.50
1991	-4,494.20	7,251.20
1992	-6,534.30	8,202.60
1993	-5,426.90	8,779.50
1994	-7,496.20	-3,711.60
1995	-128.00	4,746.80
1996	-1,691.30	2,642.40
1997	-3,617.90	6,268.90
1998	-4,687.60	7,877.00
1999	-4,296.50	4,278.40
2000	-6,279.00	4,568.50
2001	-6,204.20	7,868.10
2002	-4,734.70	6,784.20

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Estas medidas marcan la integración institucional del sistema financiero mexicano a la globalización financiera internacional. Con base en esta política, que elevaría el ahorro y la inversión interna, el sistema financiero mexicano pasó de un sistema regulado a otro más libre y desregulado, cuya operatividad dependerá de las decisiones del mercado.

Para lograr esto, se recomienda elevar las tasas de interés, realizar una reforma fiscal que elimine la necesidad de financiar al sector público y levantar los controles cuantitativos a la expansión del crédito por los intermediarios bancarios. La elevación de las tasas de interés nominal sobre depósitos bancarios busca elevar el ahorro interno y su canalización institucional, a través del sistema financiero. La desregulación del crédito persigue la asignación eficiente de los recursos hacia los proyectos de más alto rendimiento, o sea aquellos que explotan economías de escala y que no se han llevado a cabo por falta de financiamiento adecuado. Estas transformaciones quedaron plasmadas en el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, que planteaba a nivel macro una reestructuración productiva que elevara la eficiencia del sistema económico, para lo cual se señalaba como necesaria y urgente la desregulación y liberalización del sector financiero y externo. Esto se aseguraba, colocaría a México en un nivel competitivo en el mercado mundial.

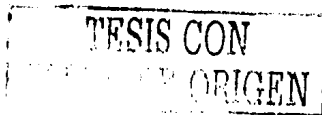
En este marco, durante el periodo de 1989-1990, se reformuló la ley financiera que dotó a los diferentes intermediarios financieros de mayor autonomía y libertad para operar, pero que carecía de reglas de supervisión y control. Si bien se reglamento y formalizó la operación de los agentes financieros y el manejo de la información privilegiada, ello no es suficiente si consideramos el carácter altamente especulativo de los capitales que se colocaron en el sector bursátil, en específico en el mercado de dinero. Además, debe considerarse que la desregulación financiera se efectuó al mismo tiempo que se liberalizaba el comercio exterior, generando por una parte, presiones sobre la cuenta corriente al elevar el déficit en la balanza comercial, y por el otro, los grandes flujos de

capitales externos agudizaron el riesgo cambiario latente, que tenía su origen en el congelamiento del tipo de cambio, que permitió mantener un tipo de cambio nominal fijo pero sobrevaluado. Esta política cambiaria se había constituido en la variable clave para mantener la estabilidad de precios

La entrada de altos flujos de capitales externos, hacia pensar que la desregulación tendría efectos positivos sobre el ahorro interno y la inversión productiva: sin embargo, los efectos combinados de las políticas fiscal y monetarias contraccionistas provocaron la desintermediación del sector y una dinámica altamente especulativa del sector bursátil, que se reflejó en el alto dinamismo del mercado de dinero y en un estancamiento del mercado de acciones. Por tanto, la inversión especulativa subordinó el crecimiento de la inversión productiva; generadora de empleo e ingreso.

La reprivatización de la banca, a mediados de 1990, representó un drástico cambio que redefinió la estructura del sistema financiero nacional. Las nuevas condiciones económicas y sociales del país, así como la nueva concepción sobre el papel del Estado, llevaron al gobierno a profundizar la modernización financiera y a promover el restablecimiento del régimen mixto de los servicios crediticios. Así, con la aprobación de la nueva ley bancaria, se consolidó la banca universal y la formación de grupos financieros. Los aspectos que destacan de esta ley son:

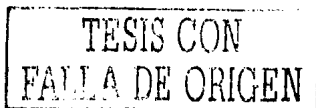
- a) Definición de la intermediación para la banca comercial y de desarrollo, manteniéndose las medidas desregulatorias, además de establecer el papel del Estado;
- b) Las instituciones de banca múltiple se transformarían en sociedades anónimas y su capital social se integraría por tres tipos de acciones: las de serie A que representarían cuando menos el 51 % del capital y solo podrían ser adquiridas por nacionales, el gobierno federal y las sociedades controladoras; las de serie B que abarcarían hasta el 49 % del capital, y estarían disponibles para personas morales y empresas mexicanas de



- seguros y fianzas, y las de serie C, representativas del 30 % de las anteriores y cuyos tenedores podrían ser personas físicas y morales extranjeras;
- c) Se preveían fusiones bancarias previo permiso oficial;
 - d) La supervisión y vigilancia de las leyes bancarias corresponderán a la Comisión Nacional Bancaria;
 - e) Prohibición de las operaciones de complacencia y de intermediación irregular y la limitación a las inversiones de los bancos en instituciones diferentes a ellas.
 - f) Sujeción a los lineamientos de la política monetaria;
 - g) Prohibición a las entidades financieras extranjeras de realizar operaciones activas y pasivas con residentes fuera del país.³⁷

En el sistema financiero regulado que prevalecía hasta 1983, el Banco de México fijaba las tasas de interés pasivas del sistema bancario, y controlaba el crédito mediante un sistema de encajes legales básicos y marginales. Este esquema de regulación respondía a una tradición de libre convertibilidad del peso con tipo de cambio fijo, y a la hipótesis largamente sustentada por el instituto emisor, de que los elementos componentes del gasto interno eran relativamente inelásticos a las tasas de interés, por lo que un sistema de controles cuantitativos sobre el crédito era más efectivo para orientar la demanda, que la realización de operaciones de mercado abierto. En este marco normativo el encaje legal no solamente había permitido al banco central controlar la expansión del crédito, sino que se había convertido en la principal fuente de financiamiento no inflacionario del déficit público. En cambio en el sistema desregulado, la relación entre la tasa activa y la tasa de referencia (tasa interbancaria promedio) tendió a moverse en dirección contraria a la variación real del crédito al sector privado. Este resultado apoya la hipótesis de que entre banqueros y deudores existen expectativas con información o desinformación compartida. Por otra parte, la relación del activo sin riesgo (CETES) y la tasa sobre depósitos bancarios revela un margen positivo permanente, que se amplía a partir de la liberalización. Ello, es posible por el

³⁷ Véase, Leopoldo Solís, op. cit. p 165



carácter oligópico de la banca mexicana, mismo que se refuerza con el proceso de desregulación y liberalización financiera. Al respecto, basta mencionar que en la distribución de los activos, para 1991 tres bancos (Banamex, Bancomer y Serfin) controlaban, en conjunto, más de la mitad de los activos totales.

El proceso de modernización del sistema financiero mexicano, que significó la transformación de un sistema regulado a una estructura desregulada y abierta a los flujos de capitales externos, no condujo a la integración eficiente del sector bancario y sector bursátil, en cuanto al primero estimuló la formación de una estructura oligopólica, en tanto que el sector bursátil se caracterizó por la operación de actividades altamente especulativas. En este sentido, la teoría de la represión financiera mostró su falta de realismo en sus supuestos.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CAPITULO II

LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y DESINTERMEDIACION BANCARIA EN MÉXICO 1989-2001

En 1982 la economía mexicana enfrento una grave crisis, debido al deterioro del sector externo provocado por la caída en el precio internacional del petróleo y el aumento de la tasa de interés internacional. La consiguiente incertidumbre propició una fuga de capitales que profundizó los desequilibrios macroeconómicos.

El sector financiero se vio seriamente afectado por la disminución de los depósitos como consecuencia de las dificultades de pago que enfrentaron las empresas altamente endeudadas, así como por las presiones que sobre el crédito ejercieron los sectores públicos y privado ante el recrudecimiento de sus problemas. El sector financiero y la economía en su conjunto, sufrieron los efectos de la desarticulada estructura productiva, incapaz de incrementar el ahorro interno y generar las divisas necesarias para financiar el crecimiento económico.

Las dificultades para pagar a los acreedores externos afectaron la disponibilidad crediticia externa del país, por lo que no se pudo contrarrestar el bajo nivel del ahorro interno y el déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos. El equilibrio ahorro interno-inversión no podía mantenerse, tanto por la restricción de créditos externos como por la pesada carga del servicio de la deuda externa. Además, el déficit comercial presionaba sobre el tipo de cambio, y el cumplimiento de las obligaciones financieras con el exterior llevaron a la implementación de políticas de ajuste macroeconómicas³⁸.

³⁸ Huerta, G. Arturo, *Liberalización e Inestabilidad Económica en México*, Editorial Diana, México, 1992, págs. 67-69.

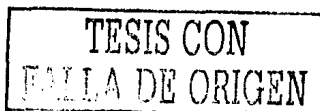
La incapacidad de mantener el crecimiento de la economía después de 1981, es resultado de la mala asignación de los recursos financieros, que los mecanismos del mercado (y la supeditación del sector público a éstos) originaron, ya que no se elevaron los niveles de productividad, ni se mejoraron las condiciones de integración inter e intrasectorial, que propiciarán los equilibrios macroeconómicos que requiere un crecimiento económico sostenido.

Ante la dificultad de recurrir al endeudamiento externo para financiar y sostener la dinámica económica, fue necesario ajustarse a los recursos financieros internos, y con ellos cubrir, además las obligaciones con el exterior; ello contrajo el ritmo de crecimiento, debido a la insuficiencia de los recursos internos para mantener el nivel alcanzado. En esas circunstancias, se procede a incentivar el ahorro interno y se intenta "hacer más productivo su uso" para dinamizar la inversión y la actividad económica. El fomento al ahorro interno se hace imprescindible para afrontar los desequilibrios financiero y del sector externo; las principales medidas que se tomaron; fueron la disminución del déficit público, en la perspectiva de generar ahorro público y disminuir las presiones sobre el sector financiero nacional y sobre el sector externo; el aumento de la tasa de interés; y la política devaluatoria³⁹.

1. Fundamentación Teórica de la Desregulación Financiera.

Ante esta situación de desintermediación financiera hacia finales de 1987, el gobierno saliente de Miguel de la Madrid, pacto con el gobierno entrante de Salinas de Gortari, la aplicación de una política monetaria de altas tasas de interés como estrategia para elevar el ahorro interno.

³⁹ Aspe, A. Pedro, op. cit., pág. 39

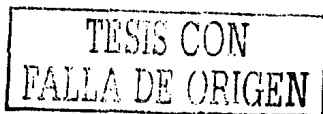


1.1 La Panacea: Altas Tasas de Interés e Incremento en el Ahorro Interno.

La teoría monetarista señala la necesidad de aumentar la tasa de interés e incrementar la captación de recursos financieros, para que la banca pueda atender la demanda de crédito, y así incrementar la inversión. Se supone que altas tasas de interés actuarán a favor de ahorro y en contra del consumo y de la reinversión empresarial con baja tasa de retorno del capital. De ello, se desprende que un aumento en el ahorro conduce necesariamente a un incremento en la inversión; lo que significa que es necesario contar con un stock de ahorro previo (*ex ante*), para financiar la inversión, y para ello se requiere que la propensión al consumo disminuya. Así mismo, al aumentar la oferta de depósitos disminuye la demanda de bienes; es decir, se desestimula el consumo y se frena las presiones inflacionarias. El gobierno por su parte, no tiene que emitir moneda para financiar su déficit, pues éste tenderá a disminuir. Al respecto, McKinnon dice: "Cuando se emprenda un serio (fidedigno) intento de deflación, poniendo un freno a M y elevando pronunciadamente las tasas nominales de interés sobre los depósitos bancarios, para que guarden proporción con las persistentes expectativas inflacionarias, la demanda de saldos reales aumentará. Correspondientemente, a medida que los individuos se precipitan para adquirir saldos en efectivo, habrá una reducción de la demanda de mercancías. Cada empresa procurará aumentar su tenencia de M y, en conjunto, el acervo de M/P en la economía se incrementará⁴⁰."

Según los monetaristas, en particular M. Friedman, la inflación reduce la tasa de interés real e impide el aumento del ahorro, por ello es necesario controlar y frenar la inflación, acelerando con ello el retorno real de dinero; y por ende, el ahorro, debido a que el dinero realiza su función de almacén de valor. Cuando el dinero no cumple esta función desquicia el funcionamiento del sistema bancario, y de la economía en general, ya que propicia fuga de capitales. Para ello, además de

⁴⁰ McKinnon, R. op. cit., pág. 107.



aumentar la tasa de interés, se requiere crear expectativas de estabilización que aseguren la eficiencia de tal política sobre la demanda de depósitos⁴¹.

Para cumplir tales propósitos, según el enfoque neoclásico, es necesario aplicar una política de alza en la tasa de interés, acompañada de políticas contraccionistas cuyo objetivo es detener el crecimiento de precios mediante la reducción de la demanda. Bajo estos lineamientos, se procede a disminuir el gasto público corriente y de inversión, el stock monetario real y la oferta crediticia, con el propósito de configurar un proceso deflacionario de demanda para disminuir la inflación y generar expectativas de estabilización. Al haber flexibilidad para aumentar la tasa de interés y disposición para disminuir la oferta crediticia, se crean condiciones para establecer el equilibrio entre ofertas y demandas por recursos invertibles. La disminución de la oferta crediticia contribuye a suprimir las presiones inflacionarias y posibilita el aumento de la tasa de interés real.

Tales medidas, al reducir la demanda de recursos para inversión e incrementar el ahorro, tienden a disminuir las presiones sobre el sistema financiero, además de alcanzar la estabilidad en el nivel de precios. Este mecanismo según McKinnon, hace innecesario el control y la racionalización del crédito, que impone la escasez de recursos financieros a que dan lugar las bajas tasas de interés, fijadas por la autoridad monetaria. El mercado tiene que valorar los recursos escasos, y ello conduce al incremento de la tasa de interés para fomentar la captación bancaria. Sólo la libre operatividad del mercado, al fijar la tasa de interés (una tasa de interés real de equilibrio) eliminará el uso ineficiente de los recursos reales, aliviara la escasez de ahorro interno, y el bajo crecimiento de la productividad.

Esto supone que las fuentes de financiamiento de la inversión son los recursos reales y la creación de nuevo dinero, el cual necesariamente se coloca en el sector productivo, con lo que se niega toda posibilidad de especulación, porque el

⁴¹ Mántey de A. Guadalupe, Lecciones de Economía Monetaria, Editado por la Facultad de Economía-UNAM, México, 1997, págs 106-107

intercambio se realiza a precios correctos. Al respecto cabe recordar que Hicks sostenía que el equilibrio se lograba cuando las utilidades marginales de todos los posibles usos alternativos (consumo, préstamos, posesión de dinero líquido, etc.) se igualan. Para ello, introduce el subastador que proporciona información gratuita respecto a las ofertas y demandas, lo que permite la recontractación hasta que los precios alcanzan su equilibrio⁴²

De la misma forma, se hace necesario corregir las distorsiones de la tasa de interés y del tipo de cambio, pues su incidencia negativa en el crecimiento económico y en el sistema financiero desestimulan el ahorro y propician la fuga de capitales. Por ello, se plantea también la liberación de la tasa de interés y del tipo de cambio, estableciendo diferenciales entre las tasas de interés reales internas y externas, para frenar la fuga de capitales e incentivar la entrada de éstos.⁴³ De esta forma, la política económica privilegia la liberalización del sector financiero, basado en el supuesto de que una vez que se incrementa el ahorro interno, el crecimiento económico partiera de una mayor productividad y eficiencia económica⁴⁴.

Al respecto Fry afirma que: "Los topes máximos de las tasas de préstamos desalientan la sujeción del riesgo por parte de las instituciones; no se pueden cobrar primas de riesgo cuando los topes máximos son obligatorios y efectivos. Este hecho en sí mismo puede racionar una gran proporción de las inversiones de alto rendimiento potencial financiera"⁴⁵. En consecuencia con este argumento, Fry afirma que: "Los topes máximos de las tasas de interés distorsionan la economía de tres maneras distintas. En primer lugar, las tasas de interés bajas producen un sesgo a favor del consumo presente y en detrimento del consumo futuro. Por lo tanto, pueden reducir el ahorro hasta un nivel inferior al socialmente óptimo.

⁴² Hicks, J. R., Valor y Capital, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1976. Ver en particular el Capítulo XII

⁴³ Huerta, Arturo, op cit., págs 73

⁴⁴ Mckinnon, op cit., págs 189-1991

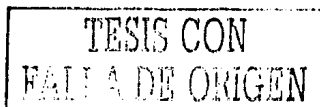
⁴⁵ Fry, Maxwell, Dinero, interés y banca en el desarrollo económico, Editorial FELABAM-CEMLA, México, 1990 pág. 20

En segundo término, los potenciales prestamistas pueden emprender inversiones directas de rendimiento relativamente bajo, en vez de prestar mediante un depósito de dinero en un banco. En tercer lugar, los prestatarios bancarios que pueden obtener todos los fondos necesarios a bajas tasas de préstamos escogerán proyectos con gran intensidad de capital ".⁴⁶

En consecuencia, una tasa de interés alta permitirá, según el enfoque de la represión financiera, una mayor captación de recursos; y por lo tanto, mayor disponibilidad crediticia. Ello evita proseguir con las políticas de control crediticio que inhiben a las empresas para realizar inversiones de mejor tecnología y mayor productividad. Al mismo tiempo, estabilizan los precios mediante el aumento de la tasa de interés que incrementa la demanda de dinero en detrimento de la demanda de mercancías. Una vez alcanzado esto, se abre la posibilidad del crédito real. En este punto McKinnon difiere de los planteamientos tradicionales monetaristas, él reconoce la contradicción a la que conduce la política contraccionista ortodoxa, debido a que la represión financiera puede causar que la oferta agregada de bienes y servicios caiga más rápido que la disminución de demanda y frustre los intentos de estabilización de nivel de precios. En este punto, McKinnon reconoce que, la deflación de precios requiere un apretón monetario; que conducen a la "miseria e infortunio". Esto es, las restricciones ortodoxas directas de dinero y crédito son proclives a traer pobreza y desempleo.

Según McKinnon, se puede deflacionar de manera diferente. En vez de disminuir la demanda de dinero y crédito con altas tasas de interés, la autoridad monetaria puede aumentar la demanda de dinero aumentando los retornos esperados de dinero; la demanda por balance monetario real aumenta, habrá una disminución de demanda por mercancías, debido de que a los individuos les urge adquirir balance de efectivo. Pero en este planteamiento, es claro que se antepone se antepone la política de incrementar la tasa de interés para aumentar la demanda de dinero real, que conduzca a una mayor intermediación financiera, en

⁴⁶ Ibidem , pág 20



contraposición a las políticas crediticias restrictivas que, según Mackinnon, agudizan la desintermediación financiera y la recesión económica.

Este enfoque de la represión financiera mantiene fuertes nexos con la concepción monetarista convencional, ya que sostiene que el ahorro es la fuente de financiamiento de la inversión. Si bien se reconoce la posibilidad de que el ahorro adquiriera forma monetaria y pueda generarse dinero nuevo (independiente de los recursos reales); no obstante, éste sólo se demandará para financiar la inversión. Con lo que se niega la incertidumbre, y por tanto, el motivo especulación para demandar dinero, presente en el análisis de Keynes.

En efecto, para Keynes las decisiones de inversión se dan en un contexto económico incierto, que se caracteriza por relaciones monetarias de incertidumbre y por la particularidad de que el dinero no es neutral. Bajo estas condiciones, el financiamiento de la inversión ocupa un papel central en las decisiones de inversión, la cual no depende del ahorro, sino del ingreso agregado. En otras palabras, no es necesario contar con un stock previo de ahorro para que se realice la inversión; se requiere de expectativas positivas sobre el comportamiento de la economía, que son en última instancia las que determinan el nivel de ganancias al asegurar la realización de la producción. Por tanto, la demanda efectiva es una variable central en las decisiones de inversión, y el ahorro cumple un efecto posterior, esto es, *ex post*.

1.2 La Paradoja: Altas Tasas de Interés y Baja Inversión.

El aumento de la tasa de interés como reordenador de la inversión, se plantea como un mecanismo de acumulación que impulsa al crecimiento. La lógica de este mecanismo es el siguiente: el aumento de la tasa de interés permitiría mayor disponibilidad crediticia a las empresas para incrementar su inversión, debido a que *ex-ante* genera mayor ahorro que "automáticamente" se convierte en la inversión. Además, una tasa de interés real alta tiene efectos positivos sobre la

eficiencia de la inversión. Ello, se logra a través de los diferenciales entre las tasas de interés y la tasa de ganancia de diversos sectores. Según McKinnon, las tasas de interés altas actúan en detrimento de la inversión de sectores y proyectos de baja productividad y a favor de los de alta productividad, lo que se traduce en un mayor crecimiento económico. Así mismo, el aumento de la tasa de interés induce al capital de baja productividad a buscar usos más eficientes. Ello puede dar por resultado una mayor producción agregada. McKinnon dice que un aumento de la tasa de interés puede resultar en una mejora de la producción agregada cuando la baja productividad del capital es lanzada a usos más eficientes y cuando el dinero llega a ser más atractivo como almacén de valor⁴⁷.

Ahora bien, si el alza de la tasa de interés desestimuló la canalización de recursos a sectores de rentabilidad menor a la tasa de interés; es obvio que en las condiciones de nuestra economía esto favorece el traslado de recursos a la esfera financiera y a los sectores más rentables. En tal perspectiva, la tasa de interés de equilibrio será aquella en que ninguna inversión tomará lugar en el sector tradicional, y en la cual se dé la máxima asignación eficiente del ahorro⁴⁸.

Desde la perspectiva neoclásica, la inflación es una variable que debe controlarse en el corto plazo, sin importar que para ello se contraiga la demanda agregada, pues la inflación presiona sobre los sectores financiero y externo, lo que obliga a aumentar la tasa de interés y el tipo de cambio. Ello actúa en detrimento de la estabilidad y las perspectivas de crecimiento de la tasa de ganancia para el mediano plazo, acentuado el clima de incertidumbre que impide el crecimiento de la inversión. A su vez, las presiones que enfrenta el sector financiero, ante la escasez de recursos y a la alta inflación, lleva a restringir la disponibilidad de recursos para la inversión⁴⁹.

⁴⁷ Huerta, G. A., op. cit., pág. 82

⁴⁸ Mántey, op. cit., pág. 106

⁴⁹ Bhaduri, A. y Steindl, J. "The rise of monetarism as a social doctrine", en Post Keynesian Economic Theory, Ed. Philip Arestis y Taros Skouras, 1973, pág. 187

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

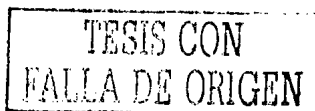
Steindl señala que el incremento de la tasa de interés afecta negativamente la acumulación interna de capital por sus efectos en las decisiones de inversión. En su esquema, la acumulación interna de capital y el crecimiento de la inversión están muy influidos por la relación de endeudamiento y por el grado de utilización de la capacidad productiva. Un aumento de la tasa de interés en situación de altos niveles de endeudamiento, incrementa éste y presiona sobre la tasa de ganancia que, al reducir la inversión, contrae el mercado, eleva los niveles de capacidad ociosa, y desestímula la inversión; generándose un proceso recesivo. Ello, al afectar la tasa de ganancia y la acumulación interna de capital, aumenta más la relación de endeudamiento y hace más frágil la posición financiera de los sectores altamente endeudados.⁵⁰

Si bien el sector financiero es favorecido al principio, su estabilidad se ve comprometida por el proceso recesivo y por la dificultad de los deudores para cumplir con sus obligaciones financieras. Al introducirse el efecto del alza de la tasa de interés en el costo financiero, la tasa de ganancia disminuye, lo que influye en el ahorro y en las decisiones de inversión. El planteamiento de que la inversión depende del ahorro, el cual a su vez, depende de la tasa de interés, deja de lado el efecto negativo que la tasa de interés provoca en la ganancia y en la acumulación de capital; y por lo tanto, en la generación de recursos susceptibles de ser ahorrados⁵¹.

Con una alta relación de endeudamiento y menores ganancias con relación a la tasa de interés, la mayor disponibilidad crediticia y de recursos, que pudieran tener los empresarios y el sector público, es utilizada para cambiar la estructura de vencimiento de su deuda, así como para el pago de servicio de la misma; esto se acentúa si prevalecen las expectativas de incertidumbre y de alto riesgo. Circunstancias de esa naturaleza confieren a la tasa de interés un papel

⁵⁰ Steindl, Josef, Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano, Editorial Siglo XXI, México, 1979, pág 162

⁵¹ Minsky, Hyman. Las Razones de Keynes. Editorial Fondo de Cultura económica, México, 1987, pág. 137.



importante en las decisiones de inversión, diferente al papel pasivo y casi nulo que tiene el periodo de crecimiento estable y sin inflación⁵².

El postulado neoclásico de aumentar la tasa de interés para estimular la captación bancaria y la inversión no tiene efectos positivos sobre esta última, debido a que los altos niveles de endeudamiento interno terminan por aumentar los problemas financieros de los sectores públicos y privados. En aras de no comprometer la capacidad de pago, el sector público se ve obligado a disminuir su inversión y gasto. Por su parte, el sector privado restringe su inversión en aras de cumplir con sus compromisos financieros. La inversión disminuye tanto por insolvencia financiera como por el encarecimiento de la misma. Aunque pueda flexibilizarse la represión financiera, a partir de las altas tasas de interés, la actividad productiva no se reanima debido a las consecuencias del alza de la tasa de interés.

En una economía con altos niveles de endeudamiento tanto del sector público como del privado, los movimientos de la tasa de interés son cruciales en el comportamiento de la inversión. Por lo tanto, es imposible afirmar que el monto de esta tasa no afecta la inversión, tal como aseguran los teóricos neoclásicos. En su propósito de estimular inversión y crecimiento, la política de aumento de la tasa de interés termina por causar mayores problemas financieros y productivos en la economía. Ello, además de representar un alto costo para la economía, mantiene latente las presiones sobre el sector financiero, evidenciando la incongruencia del alza de la tasa de interés para alcanzar la estabilidad del sistema financiero. Buscando favorecer al sector financiero y mantener la libre movilidad del capital, se favorecen políticas que atentan contra las bases reales de acumulación de capital, con lo que se impide a su vez, la estabilidad financiera buscada⁵³. La política de alza de la tasa de interés como instrumento para alcanzar una mejor asignación de recursos, en la perspectiva de incrementar la productividad y retomar el crecimiento económico, es puesta en tela de juicio dada la agudización

⁵² Ibidem . págs. 147-148

⁵³ Huerta, G. A. Apreciación cambiaria, baja inflación y recesión económica, Editorial Diana, México, 2002, págs. 20-21

de la problemática económica. Al agudizarse los problemas productivos persisten las presiones sobre los precios y los equilibrios macroeconómicos. La asignación de recursos a que conllevan los mecanismos del mercado no estabiliza los precios ni establece las condiciones para un crecimiento sostenido en la economía, por lo que se reduce la temporalidad de la captación bancaria que se logra con el aumento de la tasa de interés. De esta forma, el efecto secundario de reducción del crecimiento de la inversión originada por el alza de la tasa de interés, termina por debilitar y reducir el efecto primario de tal política sobre fomento al ahorro interno⁵⁴.

El encarecimiento del capital dinero al que conduce la economía abierta no genera condiciones para estimular la inversión; por el contrario, se agudizan más los problemas económicos y se mantienen las presiones sobre los equilibrios macroeconómicos, alimentando la incertidumbre.

2. Desintermediación Bancaria. Ahorro e Inversión. 1987-1994

Entre 1982 y 1983, la captación del sistema bancario consolidado cayó en términos reales, lo que obligo a un manejo activo de la tasa de interés interna para que, ajustada a la devaluación esperada, estimulara un mayor retorno en relación con la tasa de interés internacional. Ello, permitiría incentivar el ahorro interno, atraer capitales y desestimulando su fuga. Con la devaluación la tasa de interés interna aumenta, evitando diferenciales negativos con la tasa externa, que afecten la rentabilidad real de los activos colocados en el país. Así, la tasa de interés interna en 1984, ajustada al menor deslizamiento cambiario, produjo una rentabilidad (tasa efectiva en dólares) superior a la tasa de interés externa.

⁵⁴ López, G. Teresa, "La paradoja neoliberal en México; márgenes financieros elevados y baja propensión al ahorro", en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*, Coedición ENEP-Acatlán/Miguel Ángel Porrúa, México, 2002, pág. 67.

En este año, la tasa de crecimiento real del tipo de cambio medio anual fue negativo (se devaluó en menor proporción que la inflación), lo que actuó a favor de los depósitos en moneda nacional, los cuales se incrementaron en relación a 1983⁵⁵.

2.1 Las Secuelas de la Crisis de la Deuda Externa y la Intermediación Bancaria.

La política cambiaria, al adecuarse para incrementar exportaciones y generar efectos favorables en el sector externo, terminó aumentando los diferenciales entre los rendimientos reales de la tasa de interés interna y externa. El crecimiento en la tasa de cambio entre 1985-1986, fue superior al alza de la tasa de interés interna, medida a través de la tasa de interés interbancaria (TIIB), aunque la efectividad en dólares fue menor a la tasa interna. Así, la devaluación al comprometer la rentabilidad de los depósitos en moneda nacional y desvalorizar los activos financieros nacionales, haciendo más redituables los depósitos en el extranjero, afectó los depósitos internos y actuó en detrimento de la estabilidad financiera nacional (ver cuadro 1 y 2).

CUADRO 1 CAPTACION DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO Miles de millones de pesos.		
AÑO	TOTAL 1/	MONEDA NACIONAL
1982	3,126.00	3,126.00
1983	5,138.80	5,138.80
1984	8,587.00	8,587.00
1985	12,175.00	12,175.00
1986	21,485.00	21,485.00
1987	34,445.00	34,445.00

FUENTE: Banco de México, Indicadores Económicos

⁵⁵ Levy, Noemi, op. cit., págs. 220-221.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

El papel activo de la tasa de interés y la política devaluatoria para alcanzar los objetivos de incremento en el ahorro interno e incremento de las exportaciones manufactureras respectivamente, configuraron durante el periodo de 1983-1987, un proceso recesivo e inflacionario, que mermo la eficacia de tales variables. El papel activo de la tasa de interés y la política devaluatoria para alcanzar los objetivos de incremento en el ahorro interno e incremento de las exportaciones manufactureras respectivamente, configuraron durante el periodo de 1983-1987, un proceso recesivo e inflacionario, que mermo la eficacia de tales variables.

CUADRO 2					
TASA DE INTERES REPRESENTATIVAS					
(porcentaje)					
AÑO	TIIE	CETES	LIBOR	PRIME	CPP
1982	49.30	13.10	11.50	9.50	46.12
1983	73.90	17.80	11.00	10.31	56.44
1984	64.90	15.70	10.75	9.25	47.54
1985	73.00	39.80	9.50	8.13	65.66
1986	118.70	81.50	8.00	6.50	95.33
1987	148.70	88.30	8.50	7.00	104.29

TIIE: Tasa interbancaria de equilibrio

CPP: Costo porcentual promedio.

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México-Reuter Money Report

Ello obligó a reajustarlos constantemente, contrapunteándose con los objetivos originalmente planteados con ellas. Así, el objetivo de saneamiento financiero se contrapuso con el de promoción de exportaciones, ya que el primero requiere aumentar la tasa de interés y mantener sin fluctuación el tipo de cambio; en tanto que el segundo, exige una política devaluatoria, en tanto el crecimiento de los precios no se controle.

La devaluación no incentivo el retorno de capitales, debido a que la desconfianza no desaparece. A fin de disminuir la incertidumbre se procedió a anunciar anticipadamente las paridades cambiarias para disminuir el riesgo sobre la rentabilidad ofrecida por los depósitos nacionales, y de esa manera, con elevadas tasas de interés se estimulo la entrada de capitales y una mejor captación de depósitos en moneda nacional, así como reducir la demanda de dólares. Sin

embargo, a pesar del anuncio anticipado de la política cambiaria, la incertidumbre prosegua, no cesaba la fuga de capitales, no retornaba el capital, aunque los depósitos en moneda nacional se incrementaban dados los altos rendimientos (ver cuadro 3).

CUADRO 3 INFLACION-TIPO DE CAMBIO 1982-1987						
AÑO	INFLACION %	TIPO DE CAMBIO TASA DE CRECIMIENTO	FUGA DE CAPITALES 1/	EXPORTACIONES 1/	IMPORTACIONES 1/	BALANZA COMERCIAL 1/
1982	98.80	134.30	-7,454	24,056	17,009	7,047
1983	80.80	109.20	-3,116	25,953	11,848	14,105
1984	59.20	39.60	-2,115	29,101	15,915	13,186
1985	63.70	53.20	-2,117	26,758	18,359	8,399
1986	105.70	137.90	-738	21,803	16,784	5,019

1/ millones de dólares

FUENTE: Elaboración propia con base en Estadísticas Financieras. Fondo Monetario Internacional-INEGI

En 1984 la tasa de crecimiento real del tipo de cambio medio anual, fue negativo (39.6 %), ya que se devaluó en menor proporción que el incremento de la inflación (59.2 %), lo que actuó a favor de la tasa efectiva en dólares de los depósitos nacionales, que aumentaron en relación a 1983. La diferencia que se observa entre la tasa efectiva en dólares de 33.8% para 1984, y el rendimiento real del CPP, de 3.6% para ese mismo año, se debe a que el tipo de cambio se devaluó en menor proporción que la tasa de crecimiento del INPC, para evitar acciones especulativas y presiones de demanda, que pudiese alterar los sectores financiero y externo. Ello, sin considerar las consecuencias en la esfera productiva y la estabilidad de la economía a mediano y largo plazo.

La tasa de interés interna que se ve presionada por la inflación, debe guardar cierta proporción con la tasa de interés externa y con la tasa de crecimiento del tipo de cambio, para evitar no solo la fuga de capitales sino incentivar su entrada y el ahorro interno. Entre 1982-1983, la tasa de interés interna presentaba una rentabilidad en dólares negativa dada la gran magnitud de la variación cambiaria

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

en esos años, por lo que actuó en detrimento de los depósitos en moneda extranjera.

2.2 Estabilización Macroeconómica y Desintermediación Bancaria 1988-1994

Teniendo como punto de partida el desplome bursátil de octubre de 1987, el desenvolvimiento general de la economía mexicana hasta diciembre de 1994, puede periodizarse en cuatro etapas: a) una fase recesiva, que llega hasta el penúltimo trimestre de 1988; b) una etapa de recuperación, que se inicia a fines de ese año y llega hasta el segundo semestre de 1992; c) un período de "desaceleración", a partir del último trimestre de 1992, y se prolonga hasta el cuarto trimestre de 1993; y d) una crisis bancaria que se inicia en diciembre de 1994, y arrastra a la economía a una profunda recesión, de la cual no ha sido posible salir⁵⁶.

Durante este corto ciclo, altamente fluctuante, la acumulación de capital y desempeño macroeconómico en su conjunto, estuvo condicionado por tres factores: a) la continuidad en la estrategia de "cambio estructural" emprendida desde 1983, que tenía como elemento básico la apertura externa, la desregulación de sectores y mercados, así como la privatización de empresas públicas; b) los objetivos y mecanismos del programa antiinflacionario "heterodoxo", establecido como eje rector de la política económica; y c) el posicionamiento de la economía mexicana como "mercado emergente", en la última onda de expansión, reorientación y diversificación de los flujos financieros mundiales. Estos determinantes operaron, al inicio como fuerzas impulsoras de la acumulación, pero sin lograr que para la economía en su conjunto, se consolidan tendencias estables de crecimiento. Por el contrario, tal conjunto de fuerzas propició el resurgimiento y exacerbación de los desequilibrios estructurales, que

⁵⁶ Levy, op cit , págs. 231-232.

terminaron por frenar la expansión económica, en particular durante el trienio 1992-1994, desembocando en el colapso devaluatorio de diciembre de 1994.

En la primera fase del ciclo, 1987-1988, tiene lugar el impacto recesivo de la crisis bursátil, la cual había llegado a interrumpir la endeble reactivación económica que venía operando luego de los "choques externos" de 1986. Con el crac de la Bolsa de Valores y la devaluación de noviembre de 1987, se desató un rebote inflacionario que llevó a un incremento récord de 159.2 % en el INPC, en ese año. Frente al riesgo de que tomara curso un proceso de hiperinflación, y teniendo en cuenta los sucesivos fracasos de los programas de estabilización ortodoxos (PIRE en diciembre de 1982, PAC en julio de 1986), las autoridades optaron por aplicar un programa de corte "heterodoxo"⁵⁷.

En sus tres primeros meses de vigencia (diciembre de 1987 a febrero de 1988) el programa antiinflacionario permitió una alineación generalizada de los precios relativos de bienes y servicios de los sectores público y privado; anular rezagos, excepto los salarios; cortar las presiones inflacionarias inerciales; y hacer posible que durante los meses de marzo a octubre, operara una rápida reducción de la inflación, la cual registra para 1988 una tasa de crecimiento anual de 51.7 %, que representa una reducción de 107.5 puntos porcentuales con respecto a 1987. En esta fase del ciclo, la aceleración en la apertura comercial se constituyó en el mecanismo de abatimiento de los precios; para ello se reduce el arancel máximo de 40 a 20%, se eliminan permisos de importación en todos los renglones, con excepción de algunos bienes agrícolas, los farmacéuticos y automóviles (ver cuadro 4).

Asimismo, desde el arranque de esta fase del ciclo entra en juego una tendencia a la apreciación de la moneda, la cual es resultado tanto de la persistencia de la brecha inflacionaria con los principales socios comerciales como del régimen cambiario inherente al programa de estabilización, el cual fijó y posteriormente,

⁵⁷ Cárdenas, Enrique, La Política Económica en México, 1950-1944, Coedición Fondo de Cultura Económica - Colegio de México, México, 2001, págs. 158-159



predeterminó el deslizamiento del tipo de cambio en condiciones de libre movilidad de capitales.

CUADRO 4			
MÉXICO: INDICADORES ECONÓMICOS 1988-1994			
AÑO	PIB %	INFLACION %	DEUDA EXTERNA 1/
1988	1.75	51.70	193.5
1989	3.83	20.00	212.8
1990	4.53	24.62	213.9
1991	4.25	25.02	212.5
1992	3.88	16.73	206.5
1993	2.15	10.45	212.8
1994	3.75	7.12	400.1

1/ miles de millones de pesos

FUENTE: Banco de México, Indicadores Económicos-INEGI

La paridad peso/dólar permaneció anclada de marzo a octubre de 1988, teniendo lugar a lo largo de esos nueve meses, un deterioro significativo del margen subdevaluatorio que se había generado a raíz de la crisis bursátil de octubre de 1987. A partir de diciembre de 1988, con el inicio de la administración salinista, las presiones cambiarias se regularon mediante el deslizamiento de un peso diario promedio, lo cual vendrá a representar una devaluación aproximada del 16% anual. Este manejo del tipo de cambio permitió alcanzar superávit en la balanza comercial, aunque la balanza en cuenta corriente siguió presentando déficit, los cuales si bien no fueron altos si manifestaban la pesada carga de los intereses de la deuda externa (ver cuadro 5).

La fase de recuperación que se inicia durante el cuarto trimestre de 1988, y concluye en el primer trimestre de 1991 coincidiendo con el éxito alcanzado en la estabilización de precios, que significó pasar de una inflación promedio mensual de 8.2 % en 1987, a 1 % en el segundo semestre de 1988.

De esta forma, la acumulación se vio favorecida por la disminución del servicio de la deuda externa, hecho que se observa desde 1987, y se refuerza en 1989 con nuevos acuerdos de renegociación.

CUADRO 5			
MÉXICO: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO			
Tasas de crecimiento			
AÑO	TIPO. DE CAMBIO	BALANZA COMERCIAL	CTA CORRIENTE
1988	102.31	3.78	18.18
1989	117.45	-954.41	-29.26
1990	109.98	170.78	2.52
1991	104.52	164.19	8.1
1992	100.00	218.90	-4.68
1993	100.00	84.60	-17.39
1994	100.00	136.97	-5.21

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México.

En julio de ese año, se formalizaron cuatro mecanismos de reestructuración en el marco del Plan Brady: 1) reducción del principal a una tasa de descuento del 35%, lo cual significó una condonación de 6 959.8 millones de dólares; 2) canje de deuda a bonos de 30 años a una tasa de interés fija de 6.25%, con lo cual se reestructuró un monto de 22 795 millones de dólares; 3) refinanciamiento por 1 455 millones de dólares; y 4) conversión de deuda en inversión por 3 500 millones de dólares en un plazo de tres años y medio⁵⁸.

El Pacto, al mantener la estabilidad cambiaria y establecer una alta tasa de interés interna, permitió que ésta ofreciera mayor rentabilidad a los depósitos nacionales que la ofrecida por la tasa de interés externa. Entre 1988-1989, tanto el Costo Porcentual Promedio (CPP) como la tasa nominal de los CETES disminuyeron considerablemente, como efecto de la caída del INPC, lo que permite que la inflación anual descienda desde una tasa de 51.7 % en 1988, a sólo 20.0 % en 1989 (ver cuadro 4). Esto, como era de esperarse, tiene un efecto positivo en el CPP y en la tasa de interés de los CETES en términos reales; de 27.3% y 29.2%, respectivamente para 1988 y de 29.5% y 30.0% para 1989. La tasa efectiva en dólares ofrecida por los CPP en su rendimiento anualizado, llegó a 18.8% en 1988 y a 30.0% en 1989 (ver cuadro 6).

⁵⁸ Ibidem, págs. 161-163.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CUADRO 6
INDICADORES FINANCIEROS

Tasas nominales					
AÑO	TIIB	CPP	CETES	LIBOR	PRIME
1988	0.00	67.64	68.16	7.97	9.35
1989	0.00	44.61	44.93	9.26	10.88
1990	0.00	37.07	34.81	8.23	9.96
1991	0.00	22.56	19.26	5.94	8.42
1992	0.00	18.78	15.68	3.79	6.25
1993	18.29	18.56	14.95	3.27	6.00
1994	17.85	15.50	13.88	5.02	7.25

TIIB: Tasa Interbancaria promedio

CCP: Costo porcentual promedio

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos.

Ello, estimulo la capitalización del sistema bancario en 1988, además de la lograda por medio de Cetes, Pagafes y Bondes. Los Petrobonos declinaron en 1988 y 1989, debido a que estaban respaldados por dólares y la tasa de interés interna era menor, pues al asegurarse la estabilidad cambiaria en 1988-1989, los Cetes, Pagafes y Bondes pasaron a ser más atractivos por ofrecer mayor tasa de interés. No obstante, en 1989 cayó la captación del sistema bancario en relación a 1988, a pesar de que la tasa de interés interna continuaba ofreciendo una tasa efectiva en dólares superior a la tasa de interés externa. La captación que se mantuvo fue a través de los Bondes, que dieron el mayor rendimiento en relación con el sistema bancario y el resto de valores (ver cuadro 7).

En México la relación entre la tasa de interés activa y la tasa de referencia, Tasa de Interés Interbancaria (TIIE), ha tendido a moverse en dirección contraria a la variación real del crédito al sector privado.

Este resultado apoya la hipótesis de que entre banqueros y deudores existen expectativas con información o desinformación compartida. Por otra parte, la relación entre la tasa del activo sin riesgo (CETES) y la tasa sobre depósitos bancarios (TIIE) revela un margen positivo permanente, que se amplía a partir de la liberalización de las tasas de interés en 1988 (ver cuadro 8).

**CUADRO 7
COLOCACION DE VALORES GUBERNAMENTALES**

Tasas de crecimiento

AÑO	Papel Comercial a/	Aceptaciones Bancarias a/	Bonos de Desarrollo b/	Bonos de la Tesorería a/	Ajustabonos b/
1988	56	55.21	52.30		
1989	42.17	43.27	40.43	15.10	15.50
1990	30.54	28.61	26.93	12.00	7.69
1991	22.2	20.90	ND	9.23	4.17
1992	26.95	27.50	23.01	3.49	ND
1993	17.37	12.50	12.36	5.04	5.10
1994	38.4	40.00	ND	8.51	ND

a/ Promedio ponderado mensual equivalente a 28 días de plazo.

b/ Promedio ponderado mensual equivalente a 28 días de plazo. La notación 0.00 significa sin cotización.

FUENTE: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., Indicadores Bursátiles.

Al respecto deben señalarse dos factores bajo los que opera la estructura oligopólica que caracteriza al sistema bancario mexicano. Primero, el carácter oligopólico de los intermediarios bancarios permite pagar a sus depositantes tasas de intereses por debajo del nivel de equilibrio que regirían en un mercado perfectamente competitivo. Segundo, la existencia de expectativas asimétricas y la estructura oligopólica del sistema bancario mexicano limita la eficacia de la política monetaria, y reduce los alcances de una liberalización financiera. Con expectativas asimétricas, es decir, con una oferta de crédito altamente sensible al estado de confianza de los banqueros, el ciclo económico se acentúa. Si el ingreso crece lentamente y la aversión al riesgo de los banqueros se eleva, el crédito concedido se contrae, el racionamiento aumenta, los márgenes de intermediación se elevan, y la recesión se agudiza⁵⁹.

⁵⁹ Mántey de A. Guadalupe, "Política monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátil", en Revista Comercio Exterior, Vol. 49, Núm. 5, México, mayo, 1999, pág. 448.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CUADRO 8 MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS Tasas de interés nominal						
AÑO	MÉXICO			ESTADOS UNIDOS		
	DEPÓSITOS BANCARIOS 3 MESES	CETES 3 MESES	TIIB	DEPÓSITOS BANCARIOS 3 MESES	TASA ACTIVA PRIME RATE	BONOS DEL TESORO
1988	34.42	51.47	-	8.50	10.50	-
1989	33.70	40.33	41.70	8.00	10.50	-
1990	25.64	25.84	28.30	7.90	10.00	-
1991	16.97	17.33	17.81	4.50	7.20	-
1992	19.44	17.95	24.48	3.50	6.00	-
1993	11.22	11.38	13.69	3.29	6.00	-
1994	14.91	15.24	28.82	6.31	8.50	6.20
1995	40.66	46.36	51.34	5.63	8.66	5.11
1996	26.37	26.51	29.65	5.45	8.25	5.20
1997	17.78	19.88	20.41	5.81	8.50	5.42
1998	17.93	34.35	36.60	5.16	7.75	4.55
1999	18.46	17.65	18.67	6.08	8.50	5.33
2000	11.16	17.41	18.39	6.42	9.50	5.90

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México.

Bajo estas condiciones, el mecanismo estabilizador automático de las tasas de interés deja de funcionar, pues el margen entre las tasas de interés activas y la tasa interbancaria tenderá a elevarse (y no a disminuir) cuando el ingreso y la demanda de créditos se contraigan. Los bancos aprovecharon esta oportunidad desde que se liberalizaron totalmente las tasas de interés en 1988. En el periodo 1988-1991, el margen entre la tasa de CETES a tres meses, y la tasa sobre depósitos bancarios a igual plazo llegó a exceder entre 17 puntos porcentuales. Ello explica que las tenencias bancarias de valores gubernamentales pasaron de menos del 5 por ciento de los recursos captados, a más del 15 por ciento. Entre 1991-1994, las tendencias de valores gubernamentales de los bancos bajaron en términos relativos, el crédito aumentó con relación al total de recursos captados, las tasas activas en términos reales, tendieron a disminuir y aparentemente el racionamiento se redujo. Sin embargo, a partir de 1995 las tenencias de valores gubernamentales en manos de la banca comercial crece, en tanto que el crédito al sector privado, en particular al sector productivo, disminuye.

2.3 Desregulación Financiera, Sobreendeudamiento y Cartera Vencida.

La rápida reducción del déficit presupuestal del sector público permitió que los bancos dejaran de ser los acreedores principales del gobierno, incrementando el crédito disponible a los particulares, lo que aunado a los efectos de la desregulación de las actividades financieras propicio un alto endeudamiento de las empresas y las personas físicas de medianos y altos ingresos. Los créditos de los bancos comerciales, así como otras formas de financiamiento (arrendamiento, factoraje, etc.) al sector privado se dispararon, alentados por la baja en las tasas de interés, derivada de la reducción de la inflación y de la renegociación de la deuda externa del sector público de 1989, así como el saneamiento de las finanzas públicas. Como se observa, la administración salinista logró una recuperación del crecimiento económico durante los primeros tres años de su gobierno, dicha recuperación estuvo sustentada en la reactivación de la inversión privada, la cual fue acompañada por una fuerte expansión del crédito interno y externo (ver cuadro 9).

CUADRO 9			
MÉXICO. DEUDA PÚBLICA Y DÉFICIT PÚBLICO			
Miles de millones de pesos			
AÑO	DEUDA INTERNA	DEUDA EXTERNA	DÉFICIT PÚBLICO
1988	83.00	193.50	-85,268.10
1989	108.80	212.80	-19,266.20
1990	138.10	213.90	25,189.30
1991	117.50	212.50	88,282.60
1992	64.00	206.50	42,003.20
1993	50.90	212.80	42,003.20
1994	59.80	400.10	-29,031.00

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos-INEGI

La supervisión estatal sobre el sector financiero casi desaparece, y se asumía que la liberalización del mercado financiero se encargaría de corregir cualquier exceso o desviación. Los excesos con que actuó la banca en el otorgamiento de créditos; la sobrevaluación de las expectativas por parte de los deudores sobre la solidez de la estrategia económica; los beneficios esperados del Tratado de Libre

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Comercio con E.U. y Canadá, así como el desenfreno de prácticas especulativas, y en algunos casos fraudulentos de los principales grupos beneficiarios de la reforma económica y de la privatización bancaria (autopréstamos, créditos relacionados, "negocios de saliva", capitalizaciones ficticias apalancadas en créditos, lavado de dinero procedente del narcotráfico, etc.), se conjugaron para generar el problema de las carteras vencidas de los bancos y la insolvencia de pagos de las empresas. Así, tenemos que para 1992, la cartera vencida representaba el 10.05 por ciento de la cartera total del sector bancario consolidado (ver cuadro 10).

CUADRO 10
CARTERA VENCIDA
Millones de pesos de 1994

AÑO	CARTERA DE CREDITO			BANCA COMERCIAL			BANCA DE DESARROLLO		
	TOTAL	VENCIDA	% TOTAL	TOTAL	VENCIDA	% TOTAL	TOTAL	VENCIDA	% TOTAL
1980	40,126.40	n/d	n/d	16,529.30	n/d	n/d	23,597.10	n/d	n/d
1981	38,333.30	n/d	n/d	19,140.40	n/d	n/d	19,193.00	n/d	n/d
1982	24,823.00	n/d	n/d	11,681.40	n/d	n/d	13,141.60	n/d	n/d
1983	20,829.30	n/d	n/d	9,600.00	n/d	n/d	11,229.30	n/d	n/d
1984	23,954.00	1,655.70	6.91	12,561.30	372.50	2.97	11,392.80	1,283.30	11.26
1985	23,726.60	1,748.70	7.37	11,601.10	647.70	5.58	12,125.50	1,101.00	9.08
1986	16,544.10	1,357.20	8.20	15,188.90	516.20	3.40	9,355.80	841.00	8.99
1987	12,967.00	799.00	6.16	6,647.00	260.50	3.92	6,320.00	538.50	8.52
1988	19,060.00	915.10	4.80	9,486.30	196.80	2.07	9,573.60	718.30	7.50
1989	26,182.40	2,705.70	10.33	15,242.80	391.30	2.57	10,939.60	2,314.40	21.16
1990	31,847.40	4,147.70	13.02	19,754.90	717.00	3.63	12,092.50	3,430.60	28.37
1991	31,147.80	2,960.90	9.51	23,054.30	1,269.30	5.51	8,093.50	1,691.60	20.90
1992	37,393.70	3,759.90	10.05	28,301.50	1,983.70	7.01	8,092.30	1,776.20	19.54
1993	41,313.90	5,482.70	13.27	30,485.50	3,240.30	10.63	10,828.50	2,242.40	20.71
1994	48,251.80	7,653.50	15.86	37,080.20	4,686.20	12.64	11,171.60	2,967.30	26.56
1995	34,105.10	8,325.50	24.41	24,374.30	5,569.30	22.85	2,756.30	28.30	1.03
1996	31,773.60	7,172.90	22.58	22,785.70	4,562.30	20.02	8,987.90	2,610.50	29.04
1997	29,490.40	9,876.80	33.49	20,984.90	6,128.40	29.20	8,502.50	3,748.40	44.09
1998	25,167.80	12,705.50	50.48	17,211.80	8,490.80	49.33	7,958.00	4,214.70	52.98
1999	18,196.00	4,724.50	25.96	14,204.00	3,587.00	25.25	3,992.00	1,137.50	28.49

FUENTE: Elaboración propia con base en Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Las expectativas fallaron, la palanca poderosa del crédito se convirtió en una traba al crecimiento económico. Además, el endeudamiento externo de empresas y bancos volvió cobrado fuerza con la recuperación salinista. Entre los factores que más contribuyeron a su expansión se encuentra la abundancia de recursos en el mercado internacional de capitales; la existencia de tasas reales de interés más

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

bajas en dicho mercado; y la confianza de los inversionistas sobre la firmeza de la política económica, en particular de la política cambiaria⁶⁰.

Las empresas industriales y comerciales se endeudaron crecientemente en el exterior para llevar adelante sus programas de reestructuración y expansión. La deuda externa del sector privado no financiero se incrementó 314.3% entre 1989 y 1993, al pasar de 4,969 a 20,606 millones de dólares, nivel semejante al que existía en 1982, al estallar la crisis de la deuda externa. Tan sólo en 1993, el endeudamiento neto de este sector ascendió a 10,791 millones de dólares. Dichos pasivos se concentran principalmente entre las grandes empresas; el 58.5% de los pasivos externos privados fueron absorbidos por 108 empresas que operan en la Bolsa Mexicana de Valores. Entre las ramas que más recurrieron al endeudamiento externo se encuentran: cemento, construcción, automotriz, auto partes, minería, hotelería y bienes de consumo. Los instrumentos de endeudamiento más socorridos fueron la emisión de bonos y obligaciones, créditos directos de los bancos extranjeros y emisión de papel comercial⁶¹.

La banca comercial también incrementó sustancialmente sus pasivos en el exterior. Entre 1989 y 1993, sus pasivos externos se incrementaron de 8,960 a 13,959 millones de dólares que representa un crecimiento del 55.8%. El crecimiento desmedido del crédito interno y externo del sector privado provocó una situación de sobreendeudamiento y falta de liquidez de las empresas y un crecimiento acelerado de las carteras vencidas de los bancos y otros intermediarios financieros, lo que incidió en el agravamiento del proceso de desaceleración de la economía mexicana iniciado a finales de 1992 (ver cuadro 11).

⁶⁰ Huerta, G. Arturo, Carteras vencidas, inestabilidad financiera. Propuesta de solución, Editorial Diana, México, 1997, págs. 7-10

⁶¹ Cabello, Alejandra, Globalización, liberalización financiera y la bolsa mexicana de valores. Del auge a la crisis, Editorial Plaza y Valdés, México, 1999, págs. 260-261

En un contexto de estancamiento de la actividad económica, las empresas, debido a los altos niveles de endeudamiento, pospusieron sus planes de inversión y reestructuraron sus operaciones mediante la reducción de costos y el recorte de personal.

CUADRO 11									
Deuda externa total de México (millones de dolares)									
Concepto	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Total	96 568.10	100 890.8	107 469.0	100 914.3	95 114.0	98 173.0	103 653.0	98 915.2	111 721.0
Incremento %		4.60	6.40	-6.10	-5.70	3.20	5.60	-4.60	12.90
Sector Público	72 080.1	75 350.9	81 406.8	81 003.2	76 059.0	77 730.3	79 987.8	75 755.2	78 747.4
Incremento %		4.50	8.00	-0.50	-6.10	2.20	2.90	-5.30	3.90
Bancos comerciales	4 824.0	5 551.4	5 836.5	8 097.0	8 960.0	7 759.0	8 214.0	6 044.0	9 517.0
Incremento %		15.10	5.10	38.70	10.70	-13.40	5.90	-26.40	57.50
Banco de México	2 943.0	4 027.8	5 118.7	4 786.1	5 126.0	6 508.0	6 759.0	5 957.0	4 979.6
Incremento %		36.90	27.10	-6.50	7.10	27.00	3.90	-11.90	-16.40
Sector privado	16 719.0	16 061.0	15 107.0	7 028.0	4 969.0	6 135.0	8 692.0	11 159.0	18 477.0
Incremento %		-3.90	-5.90	-53.50	-29.30	23.50	41.70	28.40	65.60

FUENTE. Elaboración propia con base en Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Lo cual, evidentemente repercutió de manera negativa en los niveles de demanda agregada y de producción de la economía en su conjunto. Desde la perspectiva del sector financiero, el sobreendeudamiento asociado a la liberalización financiera se tradujo en un crecimiento acelerado de la cartera vencida. El deterioro de la calidad de los activos no se circunscribió a la banca comercial, sino que afectó al conjunto de los intermediarios financieros. El índice de cartera vencida de la banca comercial (cartera vencida/cartera total), empeoró de manera persistente desde la privatización bancaria, al pasar de 10.05 % en 1992, a 15.86 % en 1994 (cuadro 10).

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

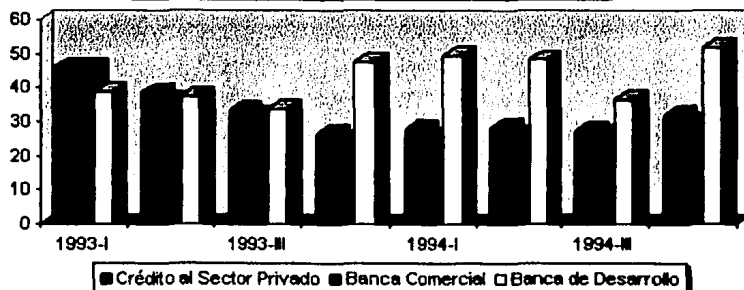
CUADRO 11
Deuda externa total de México (millones de dolares)

Concepto	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Total	98 566.10	100 990.9	107 469.0	100 914.3	95 114.0	98 173.0	103 653.0	98 915.2	111 721.0
Incremento %		4.60	6.40	-8.10	-5.70	3.20	5.60	-4.60	12.90
Sector Público	72 080.1	75 350.9	81 406.8	81 003.2	76 059.0	77 730.3	79 987.8	75 755.2	78 747.4
Incremento %		4.50	8.00	-0.50	-8.10	2.20	2.90	-5.30	3.90
Bancos comerciales	4 824.0	5 551.4	5 836.5	8 097.0	8 960.0	7 759.0	8 214.0	6 044.0	9 517.0
Incremento %		15.10	5.10	38.70	10.70	-13.40	5.90	-26.40	57.50
Banco de México	2 943.0	4 027.8	5 118.7	4 786.1	5 128.0	6 508.0	6 759.0	5 957.0	4 979.8
Incremento %		36.90	27.10	-8.50	7.10	27.00	3.90	-11.90	-16.40
Sector privado	16 719.0	16 061.0	15 107.0	7 028.0	4 969.0	6 135.0	8 692.0	11 159.0	18 477.0
Incremento %		-3.90	-5.90	-53.50	-29.30	23.50	41.70	28.40	65.60

FUENTE [www.shcp.gob.mx/información económica](http://www.shcp.gob.mx/información_económica)

CREDITO AL SECTOR PRIVADO 1993-1994

(Tasa de Crecimiento a doce meses)



Fuente: FMI, "Factors behind the financial...", Op. Cit., Cuadro 19.

La reacción de los bancos ante el incremento de su cartera morosa y de alto riesgo fue el de restringir el crédito y hacerlo más selectivo. La restricción crediticia provocada por el sobreendeudamiento y reforzada por una política monetaria restrictiva, jugó un papel fundamental en la tendencia deflacionaria que

caracterizó a la economía mexicana durante el periodo 1989-1994. El estancamiento de la actividad productiva agravó los problemas del sistema financiero, acentuando su fragilidad. Se generó así, un círculo vicioso en donde el estancamiento productivo agravó los problemas de pago de las empresas, lo que a su vez, empeoró las carteras vencidas de los intermediarios financieros, orillándolos a restringir el crédito y hacerlo más selectivo. Los planes de expansión y modernización de las empresas se recortaron, lo que profundizó la contracción por la vía de menores niveles de inversión, empleo y consumo⁶².

Al terminar la administración de Salinas de Gortari, la economía mexicana se encontraba de nuevo sobreendeudada. El peso del endeudamiento externo era tan importante como antes de la renegociación de 1989. Al cierre de 1994, la deuda externa total ascendía a 400,000 mil millones de pesos, nivel bastante superior al existente en 1982, al estallar la crisis de la deuda externa. Además, mientras que en 1982 el 68.4% de la deuda externa total era pública y el 21.8% privada, en 1994 la situación se modificó sustancialmente, la proporción de la deuda pública en el total disminuyó al 61%, y la privada se incrementó al 36.4%. Al finalizar 1994, la deuda externa total como proporción del PIB representaba el 37.1%, bastante superior al 32.4 % de 1981 (ver cuadro 12).

CUADRO 12 DEUDA PUBLICA EN MEXICO Miles de millones de pesos		
AÑO	INTERNA	EXTERNA
1994	59.8	400.1
1995	11.2	669.8
1996	70	629.9
1997	83	618.8
1998	149.9	795.8
1999	262.3	743.5
2000	424.5	709.4
2001	457.2	681.2

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos

⁶² Girón, G. Alicia, Crisis y futuro de la banca en México, México, 2002, págs. 52-53.

2.4 Ahorro e Inversión. Desintermediación Bancaria.

La acusada reducción del nivel de ahorro interno que se venía observando desde principios de la década de los ochenta, se vio agravada por la desregulación financiera, que desvió la acumulación de capital al sector financiero e inmobiliario, cuyo crecimiento a lo largo de los años que estamos considerando, excedió ampliamente al resto de los sectores económicos; además de expandir en general, el crédito al sector privado, y en particularmente el destinado al consumo. Con la finalidad de facilitar el acceso de los particulares al crédito, las reformas en el sector financiero liberaron tasas de interés, removieron controles crediticios y suprimieron requerimientos de liquidez bancaria. La reforma más profunda se llevó a cabo en el otoño de 1988, cuando las autoridades permitieron la emisión de aceptaciones bancarias sin restricciones cuantitativas. Esta reforma implicó la libre determinación de las tasas de interés y de los plazos de vencimientos de las aceptaciones bancarias, una liberalización de facto de las tasas de interés. Posteriormente, en abril de 1989 un amplio paquete de reformas financieras que eliminó los controles restantes sobre tasas de interés y los plazos a vencimiento, tanto de activos como de pasivos bancarios. También se sustituyó el encaje legal por un coeficiente de liquidez de 30% de los activos de los bancos, el cual podría ser satisfecho mediante la tenencia de valores gubernamentales, y se levantaron las restricciones de los préstamos al sector privado. Como resultado de todo lo anterior, la penetración financiera logró un progreso notable, medida por la razón M4/PIB, esta pasó de 34.5 % en 1988 a 43.7 % en 1990.

Los factores mencionados se conjugaron con la apreciación del peso y el creciente poder de compra externo de la población, la cual cargaba con una demanda "reprimida" desde el fin del boom petrolero.

CUADRO 13					
México: Agregados Monetarios					
(Millones de pesos, a fin de periodo)					
AÑO	PIB	M1	M2	M3	M4
1988	452,150.3	22,312.0	87,453.9	122,246.7	134,317.5
1989	590,412.2	31,391.7	125,029.7	182,720.8	202,538.7
1990	836,434.5	50,333.7	182,759.5	258,010.5	296,400.0
1991	1,032,321.5	109,894.9	268,927.6	318,030.2	387,788.8
1992	1,207,896.2	126,471.3	323,546.6	375,051.3	464,471.9
1993	1,334,838.7	148,911.2	366,758.6	459,778.6	587,735.4
1994	1,528,383.3	154,519.2	444,703.5	580,519.8	729,091.3
1995	2,131,541.5	165,367.0	616,897.9	692,737.0	880,053.2
1996	2,894,478.3	232,678.0	802,283.6	920,723.4	1,166,200.4
1997	3,538,265.7	299,823.1	955,259.5	1,173,679.5	1,492,630.3
1998	4,197,210.0	354,862.6	1,161,467.5	1,406,947.2	1,825,484.1
1999	5,036,696.0	452,929.4	1,356,398.9	1,751,495.6	2,238,603.2
2000	5,284,928.3	420,594.3	1,336,580.1	1,780,326.8	2,298,575.6

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos

CUADRO 14					
México: Penetración Financiera					
Como proporción del PIB					
Año	Base Monetaria	M1	M2	M3	M4
1988	4.24	5.40	21.18	29.61	32.54
1989	4.08	5.76	22.94	33.53	37.16
1990	4.10	6.85	24.87	35.11	40.34
1991	4.08	11.63	28.45	33.65	41.03
1992	3.91	11.25	28.79	33.37	41.33
1993	3.76	11.85	29.20	36.60	46.79
1994	4.00	10.86	31.24	40.79	51.22
1995	3.63	8.99	33.52	37.64	47.82
1996	3.32	9.20	31.71	36.39	46.10
1997	3.43	9.43	30.05	36.92	46.95
1998	3.42	9.23	30.19	36.58	47.46
1999	4.08	9.80	29.34	37.89	48.43

La Base Monetaria es igual a los billetes y monedas en circulación más el saldo neto acreedor en la cuenta corriente de los bancos comerciales y de desarrollo en el Banco de México.

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos.

De acuerdo con diversos estudios, la caída en el ahorro interno se vio también afectado por elementos consustanciales a la reforma fiscal puesta en práctica desde 1987, tales como los aumentos tributarios y la misma ampliación de la base gravable. En el mismo sentido, habría sido el efecto de la disminución de subsidios y transferencias del sector público a particulares otro aspecto relevante del ajuste fiscal y la reforma del estado. Además, debe considerarse la reducción

del ingreso privado disponible en manos de tenedores de títulos, luego los de la baja de las tasas de interés sobre la deuda pública interna, a raíz de la renegociación de la deuda externa y la baja en la tasa de inflación.

El predominio de las operaciones en los mercados secundarios, y la volatilidad de la inversión financiera de corto plazo contribuyo a que a la afluencia de capitales externos generará una "burbuja" financiera en la que se incrementa la rentabilidad financiera en detrimento de la rentabilidad de otras actividades económicas. Lo que dificulta aún más las posibilidades de lograr una transmisión eficiente de los fondos hacia el financiamiento de actividades productivas. Esta "burbuja" financiera y el desaliento a la producción que ella genera es un factor de inestabilidad para la marcha de la economía, a pesar de los ajustes en la variables macroeconómicas. Sin embargo, estos flujos de capital externo generaban fenómenos complejos, pues los mismos no se canalizaron a la producción, provocando desequilibrios macroeconómicos que condicionaron todo el proceso de la reforma económica hasta la crisis de diciembre de 1994.

CUADRO 15					
MÉXICO: INDICADORES ECONÓMICOS 1988-2000					
AÑO	AHORRO INTERNO /1			DÉFICIT / SUPERAVIT ECONÓMICO, SECTOR PÚBLICO /2	INVERSIÓN BRUTA FIJA /3
	TOTAL	PRIVADO	PÚBLICO		
1988	21.30	20.70	0.60	-85,268.10	18.50
1989	20.30	17.00	3.30	-19,266.20	17.20
1990	20.30	13.50	6.80	25,189.30	17.90
1991	18.70	12.20	6.50	88,282.60	18.70
1992	16.60	10.00	6.60	42,003.20	19.60
1993	15.20	10.00	5.10	42,003.20	18.60
1994	14.70	11.00	7.00	-29,031.00	19.40
1995	19.10	14.30	4.70	-85,803.00	16.10
1996	20.30	16.10	4.40	-109,562.70	17.20
1997	24.00	-	-	-111,434.30	19.50
1998	20.60	-	-	-656,669.00	21.30
1999	-	-	-	-115,110.20	-
2000	-	-	-	-163,002.01	-

/1 Y /3 Como proporción del PIB

/2 Flujos millones de pesos Superavit (+) Déficit

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México Indicadores Económicos

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Esquemáticamente dicho entorno *macrofinanciero* puede resumirse del modo siguiente:

- Se estableció un régimen cambiario de flotación controlada y con y tipo de cambio sobrevaluado y con devaluación programada, en otras palabras se utilizó al tipo de cambio como un “ancla” estabilizadora de los precios internos, más que como instrumento de ajuste de la balanza comercial.
- El Banco de México aplicó políticas de tasas de interés altas de los títulos de deuda pública interna, en particular Certificados de Tesorería (CETES), por las cuales dichas tasas se mantuvieron en niveles elevados de rendimiento real respecto a las opciones equivalentes en los mercados sobre todo estadounidenses. Ello con el propósito de hacer atractivos los valores gubernamentales para los inversionistas extranjeros. Sin embargo, esto desalentó la colocación de estos fondos en el mercado accionario.
- Se desarrollaron estrategias de finanzas públicas superavitarias basadas en la contracción del gasto público y en la privatización de empresas públicas, aplicando parte de los fondos obtenidos de estas ventas para reducir el monto de la deuda pública interna. En el centro de esas políticas estaba la estrategia de estabilizar los precios internos con base en pactos entre los principales actores económicos y el Estado, lo que condujo a una progresiva disminución de la tasa inflacionaria hasta lograr niveles de un sólo dígito. Esto fue representado por el gobierno como un logro muy relevante para México, aunque dichas tasas estuvieran significativamente lejos de las tasas de inflación de Canadá y los Estados Unidos, y que para ello se llegará a sacrificar el crecimiento de la economía.
- El entorno *macrofinanciero* se completo con la liberalización de las reglas que regulaban la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de valores, así como la flexibilización en las medidas que restringían la posibilidad de que este tipo de inversionistas tuvieran propiedad de las empresas industriales y financieras. La inversión extranjera fue atraída por las expectativas positivas de crecimiento de la economía mexicana, el

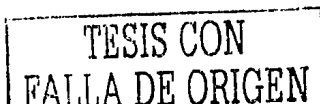
proceso de privatización de empresas públicas, así como la eliminación de barreras institucionales que limitaban o impedían su entrada, por las oportunidades de inversión derivadas de la apertura/integración regional norteamericana; y por la desregulación de mercados y sectores claves de la economía. En 1989 se eliminaron barreras a la participación extranjera en el mercado accionario y de dinero, se incorporaron nuevos instrumentos en este último mercado (Tesobonos y Ajustabonos). También se reformo el mercado de papel comercial al eliminar el mercado extrabursátil, limar las asperezas del proceso de emisión y autorizar la primera agencia de calificación de riesgos crediticios. A estas amplias reformas se suma la desregulación y simplificación de las operaciones de las sociedades de inversión y permitieron que extranjeros fueran accionistas minoritarios en dichas sociedades y en las compañías que los administran.⁶³

En el ámbito macroeconómico la entrada masiva de inversiones de cartera de corto plazo representaba un factor de creación endógena de dinero, debido a la posibilidad monetización, lo que generaría presiones inflacionarias al expandirse el circulante. Esto obligo al Banco de México a aplicar políticas de esterilización monetaria, que buscaron anular aquél efecto expansivo de la inversión extranjera mediante la colocación de deuda pública interna. Dicha medida si bien permitió la acumulación de reservas internacionales, también representa una fuerte carga para el gasto público, dado el alto costo del servicio de la misma⁶⁴.

Esta situación genero fuertes tensiones entre la apertura externa, al usar el tipo de cambio como "ancla" para la estabilización, y la tasa de interés real, como variable para abrir la inversión extranjera en el país. Este fue el mecanismo explosivo de altas tasas de interés y amenaza devaluatoria, que finalmente estallo en diciembre de 1994.

⁶³ Tarrío, María, La sociedad frente al mercado, La jornada – UAM, México, 1998, op. cit. p 117

⁶⁴ Huerta, G. A., Carteras vencida, op. cit., págs. 123-126.



3. Desaceleración Económica e Incertidumbre.

En la desaceleración de la economía mexicana influyeron diversos factores tanto internos como externos; sin embargo, quizás el factor más importante fue la creciente tensión en los circuitos monetarios y financieros, que se derivaba del rápido crecimiento del déficit en la cuenta comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos y de la marcada tendencia a la sobrevaluación del peso. La explosión del déficit externo fue el resultado del viejo problema estructural de la restricción externa, pero agravado ahora por la apertura externa indiscriminada, y por el efecto expansionista en la demanda agregada, generada por los crecientes flujos de capital externos. Estos últimos, si bien permitieron mantener el tipo de cambio fijo (pero sobrevaluado); no obstante generaron fuertes desequilibrios en la balanza comercial. En este sentido, debe señalarse que dicho déficit comercial no fue provocado por una caída de las exportaciones, las cuales crecieron a tasas satisfactorias, sino de un inusitado boom de las importaciones, tanto de bienes de consumo como bienes intermedios y de capital⁶⁵.

El elemento novedoso fue la magnitud del déficit en comparación con periodos previos de crecimiento. El déficit alcanzó niveles cinco veces superiores a los registrados en los peores momentos de la década de los setenta. En consecuencia, el nuevo modelo de desarrollo, no eliminó sino que acentuó, la restricción externa y la hizo más dependiente de los recursos del exterior que el modelo sustitutivo de importaciones (ver cuadro 16).

⁶⁵ Huerta, G. A., *Apreciación cambiaria*, op. cit., págs. 112-113.

CUADRO 16				
MEXICO: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO				
Millones de dólares				
AÑO	EXPORTACIONES	IMPORTACIONES	BALANZA COMERCIAL	BALANZA EN CUENTA CORRIENTE
1994	60,882.40	79,346.20	-18,463.80	-29,031.00
1995	79,541.40	72,453.00	7,088.40	-85,803.00
1996	95,999.80	89,468.90	6,530.90	-109,562.70
1997	110,431.20	109,808.00	623.20	-111,434.30
1998	117,459.50	125,372.80	-7,913.30	-656,669.00
1999	136,391.00	141,974.90	-5,583.90	-115,110.20
2000	166,454.50	174,458.10	-8,003.60	-163,002.01
2001	158,546.80	168,276.20	-9,729.40	

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos

El deterioro del sector externo y la incertidumbre provocada por las negociaciones del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, los acontecimientos políticos, la necesidad de captar crecientes sumas de capitales en el exterior, así como la obsesión monetarista por bajar al máximo la inflación, orillaron a la aplicación de una política monetaria restrictiva, basada en la fijación de altas tasas reales de interés. Pero, el efecto contraccionista de la política monetaria fue superior al esperado; el crecimiento anualizado del PIB que en el tercer trimestre de 1992 fue del 3.8%, descendió a 2.1% en el cuarto. Durante 1993, la economía permaneció estancada con un crecimiento del 0.4%, registrándose durante el tercero y cuarto trimestre de ese año tasas negativas. La desaceleración de la actividad económica se combinó con fenómenos de sobreendeudamiento de las empresas y de los consumidores, así como con altos niveles de cartera vencida de los bancos, lo que generó tendencias deflacionistas en la economía. Esto comienza a generar un escenario muy peligroso: recesión con devaluación y alto endeudamiento (ver cuadro 4).

3.1 Desequilibrios Macroeconómicos y Flujos de Capitales Externos.

En este contexto de alta fragilidad macroeconómica, el gobierno insistía que el comportamiento de las exportaciones indicaba la presencia de un tipo de cambio real consistente con los propósitos de la política comercial. En efecto, la creciente

apreciación real del peso fue compatible con el crecimiento de las exportaciones, las cuales se concentraron en las grandes empresas transnacionales productoras de bienes intensivos en mano de obra y en las maquiladoras. Situación que pudieron enfrentar la mayoría de las empresas mexicanas dada la carencia de tecnología, sistemas de organización, mercadeo, cultura empresarial. La apertura comercial combinada con la apreciación del peso fomentó la entrada masiva de importaciones que rebasó con mucho la capacidad y velocidad de ajuste de las empresas mexicanas, cuyos niveles de competencia son bajos.

La apreciación cambiaria fue un punto fundamental en el proceso deflacionario que se observa durante el periodo 1989-1994, ya que durante 1991 el deslizamiento del peso se redujo a la mitad (40 ctvs. Promedio diario), y no fue hasta octubre de 1992, cuando se retomó el ritmo de deslizamiento de 40 ctvs promedio al día. Esta política de sobrevaluación del peso, además de ser soporte de la estabilización de precios y permitir la obtención de financiamiento privado a bajas tasas, así como la captación de capital especulativo, le permitía al régimen en el plano político ofertar un boom de consumo. En contrapartida, se bloquearían canales de transmisión de la notable expansión del comercio exterior al crecimiento de la economía en su conjunto.

El comportamiento superavitario de la balanza comercial y en cuenta corriente alcanzado durante el ajuste recesivo de 1983-1987, se había vuelto deficitario a partir de 1988.

CUADRO 17			
INFLACION- TIPO DE CAMBIO-PIB			
AÑO	INFLACIÓN %	TIPO DE CAMBIO (Pesos por dólar)	PIB %
1995	51.96	7.64	-6.2
1996	27.70	7.85	5.1
1997	15.72	8.14	6.8
1998	15.93	9.91	4.9
1999	16.59	9.50	3.7
2000	9.49	9.60	6.6

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos

Ello hace evidente las deficiencias estructurales de aparato industrial para generar divisas que financien la acumulación, agravada por la premura con la que se venía ejecutando la apertura comercial. En este contexto, en 1992 se concibió como una restricción meramente temporal, que sería superada con los ingresos de capital y conforme se fuera consolidando el perfil exportador de la economía. Esto último tendría lugar con la renovación del aparato tecnológico, los incrementos en la productividad y el creciente vuelco a favor de las exportaciones no petroleras.

Se consideraba que una vez que las importaciones de bienes de capital y otros factores provenientes de la reforma estructural consolidaran la modernización productiva, la tasa de crecimiento de la productividad subiría, garantizando mayores exportaciones netas aún con el mismo tipo de cambio real. Durante la transición, las entradas de capital financiarían la brecha de la balanza de pagos. Mientras tal consolidación tenía lugar, la recuperación daba lugar a una elevación de la propensión marginal a importar lo mismo que del coeficiente de importación por unidad exportada, generando una creciente necesidad de divisas en condiciones de progresivo estancamiento de la capacidad de generación de excedente comercial. Esta creciente restricción externa pondría de relieve una de las principales debilidades del proceso de recuperación, misma que dejaba ver la imposibilidad de llevar a cabo el mentado cambio estructural, dada la tendencia hacia la reducción del ahorro interno y que por consiguiente, acentuará los requerimientos estructurales de captación de ahorro externo.

Desde finales de los setenta la economía mexicana registraba una insuficiente generación de ahorro interno, que fue compensado con deuda externa. En 1982, este componente dejó de fluir al país, sin que su caída se viera compensada por incrementos en el ahorro interno; situación que se vio aligerada por el superávit en la balanza comercial debido al incremento en las exportaciones manufactureras, y por la caída en la inversión bruta fija durante los años 1983 a 1986. Ambos factores tuvieron un efecto positivo en la balanza comercial.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Todo indicaba que esta restricción al crecimiento por parte del ahorro interno se estaba resolviendo, ya que durante el periodo 1988-1990, la tasa de ahorro interno total representó, en promedio el 20 % como proporción del PIB. El ahorro privado alcanzó su nivel más alto en 1988; sin embargo, a partir de 1990, éste inicia un deterioro rápido, mientras que el ahorro público presentaba un severo desplome en 1988, con una tasa negativa, y un comportamiento débil en los años posteriores.

La desaceleración en la acumulación y en la producción, que distinguen a esta fase del ciclo, parece responder a la fuga de demanda que tiene lugar vía las crecientes importaciones de las empresas y familias debido a la apertura externa, y alimentada por la sobrevaluación del peso y el incremento en el crédito, que estimuló el crecimiento del consumo. En tanto que la oferta exportable experimenta una disminución como consecuencia del ciclo recesivo en que entra la economía estadounidense, a partir de 1990, y en 1992 las economías industrializadas europeas.

La desaceleración del ritmo inflacionario, el menor deslizamiento del tipo de cambio y la expansión de la liquidez motivada por el elevado ingreso de capitales del exterior, permitieron una significativa disminución en las tasas de interés nominales, aunque en términos reales se mantuvieron elevadas por un lapso prolongado. Si bien la afluencia de recursos externos por la vía de la cuenta de capital, permitió elevar las reservas internacionales, mantener fijo el tipo de cambio nominal, y en esa medida, controlar las presiones sobre el nivel de precios internos; también es cierto que la excesiva entrada de divisas obstaculizó el control de los agregados monetarios y el manejo de las políticas de tasas de interés y tipo de cambio. Propiciando, una asignación de recursos a favor de la producción de bienes internos para los sectores de altos ingresos y bienes

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

exportables, descuidando los sectores productores de bienes de consumo masivo y de bienes sustitutos de importaciones (ver cuadro 18).⁶⁶

CUADRO 18 INDICADORES MACROECONOMICOS (Miles de Pesos a Precios de 1993)								
AÑO	PIB	1/	OFERTA	1/	CONSUMO	1/	FBK	1/
1994	1,311,661,116		2,480,999,050		877,289,623		252,745,239	
1995	1,230,771,052	-6.17	2,314,711,557	-7	835,820,195	-5	179,442,050	-29
1996	1,294,196,562	5.15	2,505,297,937	8	906,200,677	8	208,860,498	16
1997	1,381,839,196	6.77	2,748,106,946	10	992,014,812	9	252,797,408	21
1998	1,451,350,909	5.03	2,958,889,972	8	1,071,311,246	8	278,787,777	10
1999	1,503,930,030	3.62	3,145,130,076	6	1,143,586,578	7	300,278,567	7.7
2000	1,603,750,815	6.64	3,461,867,665	10	1,253,582,296	10	334,402,738	11

1/. Tasas de Crecimiento

FUENTE: INEGI Sistema de Cuentas Nacionales de México.

En efecto, ante la entrada masiva de capitales externos, y dado el esquema de flotación del tipo de cambi^o, la base monetaria es modificada por el manejo discrecional del crédito interno por el Banco de México; de ahí que el crédito interno desempeñará un papel central en la política de control de los precios internos. Al actuar sobre la base monetaria, el Banco de México puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.⁶⁷

4. Recesión Económica e Inestabilidad Financiera 1995-2001

En diciembre de 1994, sobrevino la devaluación del peso ante una imparable fuga de capitales y el práctico agotamiento de las reservas internacionales. El sobreendeudamiento de la economía y el crecimiento acelerado del déficit en cuenta corriente, volvieron insostenible la política cambiaria.

⁶⁶ Monetana Vol. XVI, No. 1, enero marzo de 1993, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
Cambio E. Jorge. Sintomas del mal holandés, pg 9-11

⁶⁷ Ibidem, --pg 13-15



Los flujos de capitales del exterior se interrumpieron dada la inestabilidad que mostraba la economía mexicana y el incremento sostenido de las tasas de interés en Estados Unidos, lo que hizo más atractiva y segura la compra de bonos de ese país. Esta situación se vio agudizada por la crisis del sistema político, que se manifestó en las pugnas en el seno del partido gobernante, los magnicidios políticos y el levantamiento armado en Chiapas⁶⁸.

4.1. Estancamiento y crisis económica

La fuga de capitales aceleró la crisis bancaria y desató las tendencias deflacionarias de la economía, latentes desde finales de 1993. En el primer trimestre de 1995 comenzó la recesión económica más grave y profunda de la historia moderna del país. Con el fin de estabilizar los mercados financiero y cambiario, asegurar la retención de los TESOBONOS en manos de inversionistas extranjeros y evitar que el contagio de la crisis mexicana condujera a una crisis sistémica internacional, se negoció con el gobierno de los Estados Unidos un paquete de rescate de 40,000 millones de dólares provenientes del gobierno de Estados Unidos y del FMI⁶⁹.

Este paquete fue acompañado de una política de ajuste ortodoxo caracterizado por una política monetaria y fiscal fuertemente restrictiva, que se aseguraba, crearía las condiciones para la recuperación sostenida de la economía. El motor de la misma serían las exportaciones y la reactivación de la inversión privada, nacional y extranjera. Para reactivar la inversión privada, la administración introdujo, tímidamente, algunos incentivos fiscales. Se busca además, impulsar la desregulación y continuar con el programa de privatización en áreas como ferrocarriles, puertos y aeropuertos, petroquímica y gas natural, así como mantener sin cambios la apertura comercial y financiera. No sin altibajos, esta política de ajuste logró estabilizar los mercados financiero y cambiario, así como la

⁶⁸ Solís, Leopoldo, *et. al.*, Fobaproa y las recientes reformas financieras, Editado por el Instituto de Investigaciones Económica y Social Lucas Alamán, C. V., México, 1999, pág. 12

⁶⁹ *Ibidem.*, pág. 13.

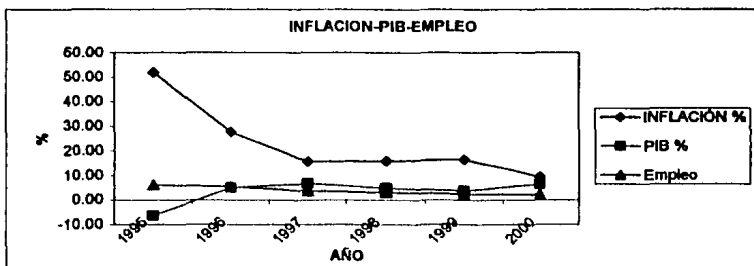


corrección temporal del déficit en cuenta corriente. Durante 1995, este déficit fue de 86 millones de dólares, en tanto que se obtuvo un superávit comercial, incluyendo maquiladoras, de 7,088 millones

Por otra parte, se registró una caída sin precedentes en la producción, la inversión y el empleo. Según datos del INEGI, el PIB experimentó una baja promedio del 6.2% destacando las contracciones habidas en la industria manufacturera (-6.4%), la construcción (22%), los servicios (-6.8%) y el comercio (-14.4%). Ello condujo a la recesión más aguda desde los años treinta y una crisis bancaria de amplias proporciones, por el incumplimiento de las empresas de sus pasivos comerciales y financieros. La economía mexicana enfrenta, a pesar de la recuperación iniciada en 1996, agudas tendencias deflacionarias, es decir, fenómenos acumulativos de baja en la producción, la inversión y el empleo asociados con altos niveles de sobreendeudamiento público y privado⁷⁰.

CUADRO 19 INFLACION-PIB-EMPLEO			
AÑO	INFLACION %	PIB %	Empleo
1995	51.96	-6.2	6.23
1996	27.70	5.1	5.50
1997	15.72	6.8	3.73
1998	15.93	4.9	3.16
1999	16.59	3.7	2.50
2000	9.49	6.6	2.21

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México.
Indicadores económicos



⁷⁰ Calva, J. Luis, México, Más allá del neoliberalismo, Editorial Plaza y Janes, México, 2000, pág. 117

La aplicación en marzo de 1995 del Programa para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE) incluyó ajustes fiscales que se hicieron necesarios, debido a los efectos de las mayores tasas de interés; un tipo de cambio más depreciado; pagos más cuantiosos al exterior; una actividad económica menor que la esperada y el compromiso del gobierno de absorber parte de los costos de los programas de saneamiento bancario y apoyo a los deudores. Por su parte, el Banco de México, para manejar su crédito interno con mayor flexibilidad, decidió adoptar un nuevo esquema de encaje llamado de encaje promedio cero, mediante dicho esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco, tendrían que ser compensados dentro de plazos mensuales predeterminados, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún Banco de la condición descrita, lo haría acreedor a una penalización calculada con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa mayor a la del mercado.

Por su parte, la formación bruta capital disminuyó 30.9 % y el consumo global 11.7%. La inversión bruta que había logrado crecer gradualmente durante la "recuperación" salinista, se redujo abruptamente del 79.4 % del PIB en 1994, a 16.1% en 1995. El costo social de la "nueva" crisis ha sido muy alto, al agudizar el deterioro de las condiciones de vida y de trabajo de la mayoría de la población experimentado durante las últimas dos décadas. El desempleo y la economía informal alcanzaron niveles sin precedentes. Se profundizó el deterioro de los ingresos reales de la población, que la "recuperación" salinista no logró revertir y se aceleró el proceso de concentración de la riqueza y la polarización y segmentación social. Los salarios reales han registrado una disminución del 30% durante los tres primeros años de la administración de Ernesto Zedillo. El crecimiento explosivo del desempleo, combinado con la fuerte caída de los salarios reales, agudiza las tendencias a la deflación por el lado de la demanda y

dificulta la salida de la crisis, amén de profundizar la inestabilidad social y política⁷¹.

Por su parte, la deuda externa total había alcanzado los 158,000 millones de dólares en 1995; que representaba el 60.7% del PIB, nivel sumamente alto si consideramos que en 1982, ésta proporción fue de 51.3%. Si a dicho índice se agrega el saldo de la deuda pública interna que al cierre de 1995, ascendió a 147,600 millones de pesos (6.6% del PIB, según el Banco de México), el coeficiente global de endeudamiento llega al 67.3%⁷².

4.2 Fragilidad y vulnerabilidad financiera

Hacia 1997 la producción y el empleo muestran signos de recuperación; sin embargo esta tendencia presenta fuertes fluctuaciones debido al alto nivel de sobreendeudamiento que aún registra un número importante de empresas y particulares, y al el hecho de que las tasas de interés activas reales continuaban siendo elevadas, lo que afecto la demanda por crédito; además la aplicación de una política de crédito cautelosa por parte de los bancos, limitó la oferta de recursos prestables, en particular para individuos y familias.

El financiamiento otorgado por la banca de desarrollo al sector privado registró al cierre de 1997, una disminución real anual de 17.4 por ciento, tasa superior a las observadas en el último mes de 1995 y 1996, las cuales fueron negativas en 12 y 12.2 por ciento, respectivamente. Por su parte, el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado no bancario registró una contracción real anual de 7.4 por ciento en diciembre de 1997; dicho indicador presentó una mejoría en relación al comportamiento de 1996 y 1995, ya que en esos años la tasa anual a la

⁷¹ Solís, et al., op. cit., págs 34-35

⁷² Banco de México, Informe Anual, 1996, pág. 21.

cual se redujo el financiamiento en términos reales fue de 11.5 y 18 por ciento, respectivamente⁷³.

A este deterioro del sistema financiero, se sumaba el alto déficit público que venía erosionando gravemente a las finanzas públicas, que generó en parte la emisión de Tesobonos, títulos de deuda pública utilizada como instrumento de cobertura frente a riesgos cambiarios, ya que están denominados en dólares. El vertiginoso crecimiento en la emisión de los Tesobonos,⁷⁴ explica por sí mismo la magnitud de la crisis que se gestaba, de 1500% en 1994, mientras que el saldo de Cetes, se redujo 71% en el mismo lapso, con lo cual los Tesobonos pasaron a representar el 78 % del total de los instrumentos de deuda del sector público.

Esta estrategia gubernamental incidió en lo inmediato, en el incremento de la deuda pública interna, ya que se asumía que a su vencimiento los Tesobonos se liquidarían en pesos al tipo de cambio del día; pero, potencialmente implicaba la posibilidad de aumentar la deuda pública externa, ya que el gobierno había asumido el compromiso con los inversionistas extranjeros de cambiarles esos pesos por dólares, si así lo deseaban. Esta decisión se basó en la fallida expectativa de que la situación política nacional tendería a estabilizarse con el nuevo gobierno, y que junto con ello, se produciría, un ciclo de crecimiento económico que permitiría amortizar en pesos a los Tesobonos y desinflar la burbuja financiera, que había generado en el mercado la acelerada emisión de títulos de deuda pública.

A partir de diciembre de 1995 se instrumentó el mecanismo llamado "corto", mediante el cual se retira dinero circulante; al poner en "corto" el sistema, el Banco Central ejerce cierta influencia al alza de las tasas de interés, ya sea para impedir el desarrollo de alguna espiral devaluatoria o contrarrestar otras presiones inflacionarias que llevarían a un aumento ulterior todavía mayor de los intereses.

⁷³ Calva, J. Luis, *op cit.*, pág. 255.

⁷⁴ Vease, María Tamo, *op. cit.*, p. 120

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

El efecto se da, más que por otra razón, por la señal que se envía. Se busca reducir las presiones sobre el tipo de cambio, el cual, a pesar de estar en una situación de flotación, se estableció en un límite de deslizamiento del 2% en ambas direcciones, antes de intervenir en el mercado cambiario.

Por otro lado, con el objetivo de mitigar la volatilidad en el mercado de dinero, el Banco de México también efectuó en algunas ocasiones operaciones extraordinarias de compraventa de valores gubernamentales, que obligaban a la autoridad monetaria a esterilizar el impacto monetario de este tipo de transacciones; política monetaria que resulta incompatible con el régimen cambiario, ya que al alentar la recuperación económica se generaron mayores presiones en el sector externo, debido al incremento de las importaciones, lo que presiona sobre el déficit en cuenta corriente.

En cuanto al comportamiento del sistema financiero, las tendencias deflacionarias se manifiestan en una elevación sin precedente de los índices de cartera vencida hasta alcanzar niveles de insolvencia, así como en la práctica paralización del crédito bancario. Según datos del Banco de México, el financiamiento total a los sectores público y privado se redujo 23.6 por ciento en términos reales durante 1995, bajando 8.7 puntos porcentuales como proporción del PIB. El crédito al sector privado disminuyó 18.0% durante el mismo lapso. En 1996, el financiamiento al sector privado registró una caída adicional del 10%. El financiamiento se ha circunscrito a operaciones de reestructuración de adeudos siendo casi inexistente el crédito para operaciones nuevas, no solo por prudencia de los bancos para abrir la llave del crédito, sino por la renuencia de los empresarios, dado los agudos problemas de liquidez que enfrentan, para demandar nuevos préstamos.

Esta situación de fragilidad y alta vulnerabilidad se refleja en el comportamiento irregular que presenta la captación, el ahorro y la inversión durante todo el periodo 1994-2001 (ver Cuadro 20).

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Ante la posibilidad de una crisis financiera generalizada, el gobierno puso en marcha diversos programas de rescate, que implican una velada pero no menos real estatificación de la banca. Se ha permitido, además, la entrada sin cortapisas de bancos extranjeros.

CUADRO 20 CAPTACION, AHORRO E INVERSION						
AÑO	CAPTACION 1/	%	AHORRO 1/	%	INVERSION 1/	%
1995	466,254	33.16	143,495,430	78.37	8,202.40	-22.37
1996	639,872	37.24	293,919,566	104.83	7,677.10	-6.40
1997	822,958	28.61	438,508,506	49.19	11,830.00	54.09
1998	1,003,446	21.93	390,068,089	-11.05	7,666.80	-35.19
1999	1,086,235	8.25	478,592,903	22.69	12,129.20	58.20
2000	1,012,070	-6.83	597,833,279	24.91	13,042.30	7.53
2001	1,037,600	2.52				

1/ Flujos en millones de pesos

FUENTE: Elaboración propia con base en INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

Las autoridades han intervenido directamente seis bancos comerciales, otorgan subsidios para la reestructuración de las deudas de los clientes y compran cartera a los bancos por medio de FOBAPROA. Este organismo maneja recursos por 535 mil millones y el costo fiscal del rescate asciende en 1998 alrededor del 15% del PIB. Ha sido un plan muy generoso con los bancos y poco favorecedor de las empresas y de las personas físicas⁷⁵.

El proceso de desregulación y liberalización financiera que se profundiza en 1989, no impulsó el crecimiento económico, si bien se incrementa el ahorro financiero y por ende, la penetración bancaria, ello no significó niveles de inversión productiva, por el contrario el ahorro interno cayó, originando una desintermediación bancaria, con lo cual la banca dejó de cumplir su función fundamental.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

⁷⁵ Solís Leopoldo, "Fobaproa y las recientes reformas financieras, Instituto de Investigación Económica y Social Lucas Alama A.C., México 1999, pag 55-60

CAPITULO III

ESTRUCTURA Y COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO. UN PROCESO CONTRADICTORIO 1987-2001

El proceso de liberalización económica que se inicia en México en 1983, y en particular la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady, condujeron a que el país restableciera sus vínculos con los mercados financieros internacionales, interrumpidos desde el estallido de la crisis de 1982. Con ello, México se integra al nuevo marco financiero globalizado cuya característica central es el incremento en los flujos de capital de cartera de corto plazo hacia los países en desarrollo. En este contexto, es evidente que la desregulación financiera es parte de una estrategia de integración económica caracterizada por la disminución de las barreras a los flujos de capital externos. La existencia de centros financieros internacionales y bancos locales que participan activamente en la intermediación financiera permite a los agentes económicos trasladar sus depósitos de un lugar a otro, obteniendo una valorización de su capital superior a la que se podría obtener en las actividades industrial o comercial de su país.

Así la desregulación financiera busca no sólo formas de operación innovadoras que permitan eficientar las operaciones bancarias, sino también, enfrentar la competencia que ha surgido con el fortalecimiento de centros financieros que están al margen de una regulación. Esta integración, resultado del proceso de desregulación y globalización, se ha venido acelerando con la aplicación de las innovaciones tecnológicas a las operaciones financieras misma que se caracteriza por el uso de sofisticados sistemas de información que permiten evaluar con rapidez la volatilidad de las variables económico-financieras, reduciendo los

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

tiempos de las operaciones interbancarias; y por lo tanto, agilizando los movimientos de capitales⁷⁶.

1. Auge y Crisis del Mercado de Valores 1985-1987

Entre 1985-1986 y hasta octubre de 1987, el mercado de valores en México presentó un auge insólito, el cual rápidamente se transformo en una burbuja bursátil que estallaría en crisis en octubre de 1987. Cuatro son los factores que contribuyeron a alimentar este dinámico crecimiento de las operaciones bursátiles:

1. La extraordinaria bursatilización de los títulos de valores de corto plazo de la deuda pública interna.
2. El establecimiento del marco legal normativo encaminado a fortalecer a los intermediarios financieros no bancarios, especialmente las casas de bolsa como posibles cabezas del procesos de orientación de los nuevos flujos financieros;
3. La conformación de sociedades de inversión de riesgo y deuda; y
4. El singular auge del mercado accionario que permitió ampliar el mercado de valores y los fondos captados por las empresas (titularización de los activos financieros)⁷⁷.

En el cuadro 1, se observa como a partir de 1985 el mercado de capitales muestra un comportamiento muy dinámico, de representar el 6.8 % en 1982, pasa a concentrar el 9.30 % del mercado de valores en 1987. Sin embargo, es claro que el dinamismo de la bolsa está marcado por el mercado de dinero, en particular por los CETES.

En este auge del mercado accionario, los papeles privados tuvieron una participación destacada. El subsiguiente desplome del índice de cotizaciones en octubre de 1987, puso en evidencia el carácter especulativo del mercado bursátil

⁷⁶ Chesnais, F., "Introducción general", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, en, Editorial Losada, Argentina 2001, pág. 22.

⁷⁷ Guttman, R., "Las mutaciones del capital financiero", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, en, Editorial Losada, Argentina, 2001, pág. 85.

al dilatar el crecimiento del ahorro, y obstaculizar el crecimiento económico. Esta situación evidencia la necesidad de emprender una verdadera modernización del mercado de valores, sobre todo después de la espectacular caída de los precios de las acciones.

CUADRO 1 BOLSA MEXICANA DE VALORES. VALOR OPERADO Estructura porcentual					
AÑO	MERCADO DE CAPITALES	MERCADO DE DINERO			TOTAL
		CETES	OTROS	TOTAL	
1982	6.80	74.70	18.40	93.10	100
1983	5.70	85.30	9.00	94.30	100
1984	6.80	89.90	3.80	93.20	100
1985	8.10	77.10	14.80	91.90	100
1986	9.00	54.20	36.70	90.90	100
1987	9.30	78.00	12.60	90.60	100

Las operaciones que se realizan en el mercado de metales siguen siendo insignificantes, por ello no se consideran

FUENTE: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

La inestabilidad del mercado bursátil generada por la especulación, estuvo alimentada por la subvaluación del tipo de cambio, que en 1986 representaba una tasa de más del 50 %. El desliz acelerado provocó que los inversionistas esperaran para 1987 un menor movimiento en la inflación y en las tasas de interés. A estos factores se sumó el favorable y optimista ambiente en el mercado accionario, que alimentaron el auge pronosticado para 1987. En el mismo sentido influyó el hecho de que técnicamente la bolsa sólo estaba ligeramente por arriba de su valor contable, y la abundante liquidez que existía en la economía⁷⁸.

Para enero de 1986, el índice accionario, comparado con respecto a diciembre de 1983, había obtenido una ganancia en términos nominales de 311.60 %, y en pesos reales del 14.40 %. Por su parte, el valor de las acciones habían alcanzado los 33 mil millones de pesos, lo que significaba un incremento

⁷⁸ Huerta, G. A., La política neoliberal, op. cit., págs. 70-71 Cambiana



nominal de 1,134 %, respecto al valor de diciembre de 1982. Para el mismo, periodo el precio del mercado accionario se había elevado de 2.7 veces a 10 veces; y el múltiplo precio de mercado al valor de libros se elevó de 0.2 a 0.5 veces. Dada esta evolución, quien había invertido en acciones en enero de 1985, había obtenido en enero de 1986 una ganancia real anual espectacular del orden de 130.8 %, medida en pesos (ver cuadro 2).

CUADRO 2 INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES MERCADO ACCIONARIO 1982-2000				
AÑO	IPyC Nominal	Rendimiento Nominal (%)	IPyC real	Rendimiento real (%)
1982	0.76	-21.00	21.30	-64.11
1983	2.45	224.40	42.69	100.40
1984	4.21	71.90	44.19	3.50
1985	1.44	171.60	74.85	69.38
1986	47.10	311.60	153.03	14.40
1987	105.67	124.30	132.67	-13.80
1988	211.53	100.18	92.57	-30.23
1989	418.93	98.05	418.93	352.55
1990	628.79	50.09	404.48	-3.45
1991	1,431.46	127.65	775.12	91.64
1992	1,759.44	22.91	851.15	9.81
1993	2,602.63	47.92	1,165.72	36.96
1994	2,375.66	-8.72	993.88	-14.74
1995	2,778.47	16.96	764.94	-23.03
1996	3,361.03	20.97	724.58	-5.28
1997	5,229.35	55.59	974.22	34.45
1998	3,959.66	-24.28	621.94	-36.16
1999	7,129.88	80.06	997.06	60.31
2000	5,652.19	-20.73	725.42	-27.24

FUENTE: Elaboración propia con base en Bolsa Mexica de Valores. Anuario Bursátil, varios años

Desde abril de 1986 y hasta octubre de 1987, no hubo ajuste a la baja del índice accionario, lo que fue configurando un comportamiento altamente explosivo para el mercado accionario que alentó las expectativas de los especuladores, pues al cierre de septiembre de 1987, el Índice de Precios y Cotizaciones reportaba un beneficio de 139.83 % con respecto a 1986, contra la inflación de 159.20 %, una devaluación de 93 %, y un aumento en las tasas de interés de los certificados

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

de depósitos de los pagarés a un mes y de los Cetes. Así, en los primeros días de octubre, la rentabilidad del mercado bursátil estaba en su punto más alto respecto a los otros instrumentos financieros nacionales e internacionales. Sin embargo la presencia de otros factores hacían incierto el panorama; la inflación presentaba un crecimiento inercial, y el tipo de cambio mantenía un nivel de subvaluación de casi de 49 %. Por su parte el mercado accionario mundial cambiaba drásticamente, durante el primer trimestre de 1987 el valor de capitalización de ese mercado aumento en 3.2 %, en el tercer trimestre, 6.6 %, y para el periodo agosto-septiembre disminuyo 1.6 %. Otro elemento que cuestionaba el auge del mercado bursátil era el comportamiento de las reservas internacionales. En tres meses, la bolsa mexicana bajo su nivel en aproximadamente 76.8 %, lo que significó que si la actividad del mercado accionario era de 100 % en la primera fecha, en la segunda se había contraído a 23.20 %.⁷⁹

Esta burbuja especulativa fue alimentada por las elevadas tasas de interés, que llegaron a niveles sin precedentes, los Cetes a 28 días alcanzaron una tasa de 81.50 % en 1986, 88.30 % en 1987 (ver cuadro 3); por su parte, las tasas para certificados de depósito a un mes, pasaron de 90.20 a 116 %, respectivamente en el mismo periodo (ver Cuadro 3).

⁷⁹ López, González Teresa S., Fragilidad financiera y crecimiento económico en México., ENEP ACATLAN-Plaza y Valdés, México 2001.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CUADRO 3 TASAS DE INTERES e IPyC %				
AÑO	TIE	CETES	INFLACION	IPyC
1982	49.30	13.10	98.90	21.30
1983	73.90	17.80	80.70	2.45
1984	64.90	15.70	59.20	4.21
1985	73.00	39.80	63.80	11.44
1986	118.70	81.50	105.70	47.10
1987	148.70	88.30	159.20	112.96
1988	nd.	51.47	51.70	228.76
1989	41.70	40.33	19.70	418.93
1990	28.30	25.84	29.90	656.71
1991	n/d	19.28	18.80	1431.46
1992	n/d	15.62	11.94	1759.44
1993	n/d	14.99	8.01	2602.63
1994	n/d	14.10	7.05	2375.66
1995	48.85	48.44	51.97	2778.47
1996	28.64	31.39	27.70	3361.03
1997	20.09	19.80	15.72	5229.35
1998	34.68	24.76	18.61	3959.68
1999	18.78	21.41	12.32	7129.88
2000	18.86	16.98	8.96	5652.19
2001	8.00	6.29	4.40	6372.28
2002	8.54	6.88	5.70	6127.09

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos

2. Desregulación Financiera y Dinamismo del Mercado de Valores 1988-1994

La inserción de México al proceso de globalización de los mercados de capitales, obligaron al gobierno a aplicar una serie de medidas para elevar la eficiencia y competitividad del sistema financiero mexicano en su conjunto. Se partió del supuesto de que la mayor competencia nacional y extranjera en el mercado doméstico incrementaría los niveles de eficiencia del sistema financiero mexicano, que se expresaría en tasas de interés reales bajas y menores márgenes de intermediación. Lo que estimularía la inversión productiva; y por ende, el crecimiento económico y el empleo.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

2.1. Desregulación Financiera y Flujos de Capitales Externos.

Siguiendo la tendencia de liberalización y desregulación de los mercados financieros a nivel internacional⁸⁰, en 1989 se instrumenta la estrategia de modernización y desregulación del sistema financiero mexicano. En términos normativos, esta estrategia modifica el marco jurídico que rige la operación y funcionamiento del sector financiero, entre las principales modificaciones se encuentran las siguientes:

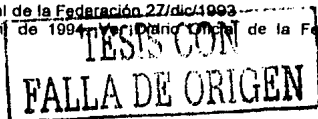
- La privatización bancaria y el cambio en el régimen de la prestación del servicio público de banca y crédito.
- La modificación a la Ley del Mercado de Valores y promulgación de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.
- El establecimiento del Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1990-1994.
- Se acuerda el apartado correspondiente a la Prestación de Servicios Financieros en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.
- El Paquete de Reformas Financieras⁸¹.
- La Nueva Ley de Inversiones Extranjeras⁸².
- Las Reglas para el establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior⁸³.

⁸⁰ Guttamann, R., op. cit., pág. 74.

⁸¹ Dichas reformas se establecieron a partir de julio de 1993

⁸² Establecidas el 27 de diciembre de 1993. Ver Diario Oficial de la Federación 27/dic/1993

⁸³ Establecidas el 23 de diciembre de 1993 y 21 de abril de 1994. Ver Diario Oficial de la Federación 23/dic/1993



En este proceso de modernización y desregulación podemos distinguir tres etapas, que tienen elementos en común, y que a lo largo del tiempo se entrelazaron. La primera que se inicia con la reprivatización bancaria y la liberalización de operaciones financieras.

La segunda cuya característica fundamental es la expansión en el proceso de internacionalización de las actividades bancarias y bursátiles. Y, la tercera, que está marcada por la creación de nuevos intermediarios y agentes institucionales, así como de productos, servicios e instrumentos.

Con la privatización de la banca se inicio la modificación del régimen de prestación del servicio público de banca y crédito, con lo cual se marca una estricta diferenciación entre el campo de participación financiera de sector público y del sector privado. En lo consecutivo, el Estado dejaría de participar en actividades de banca comercial y concentrará sus actividades en la banca de desarrollo, en este nuevo marco la promoción de la integración de grupos financieros fue central. En efecto, se reconoció formalmente la tendencia observada desde tiempo atrás, la integración entre distintos intermediarios.

El establecimiento de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras sería el nuevo marco normativo que regiría este proceso, dichas agrupaciones quedarían constituidas por diferentes intermediarios financieros, pudiendo haber inclusive dos intermediarios de la misma clase en un grupo. La justificación que se esgrimió para promover una integración patrimonial y operativa mayor fue que sólo de esa manera se podrían obtener mayores niveles de eficiencia y calidad en la prestación de servicios, y con ello, enfrentar en mejores condiciones la apertura del mercado.

En cuanto a la banca de desarrollo, se estableció que su estrategia de funcionamiento debía regirse por políticas de otorgamiento de créditos que

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

permitieran a las propias instituciones "autofinanciarse"; en tanto que sus necesidades adicionales de recursos, se cubrirían mediante la creación de instrumentos de deuda de largo plazo, debido a que se reducirían las transferencias que el gobierno les otorgaba. Además, se eliminaron los controles sobre las tasas de interés, permitiendo a las instituciones bancarias fijar de manera libre las tasas y los plazos en sus operaciones activas y pasivas; se desreguló la actividad de los comisionistas; se eliminaron los requerimientos de reserva que se sustituyeron por un coeficiente de liquidez, que finalmente fueron eliminados; se liberó el régimen de inversión para que las sociedades de inversión pudieran fijar libremente sus políticas de diversificación de activos; se eliminaron las reservas de fluctuación de valores, y se dotó de autonomía al Banco de México.

En la segunda etapa, la inversión extranjera en títulos de deuda pública dentro del mercado del dinero creció aceleradamente durante el periodo 1989-1993; ésta medida en dólares pasó de 5,500 millones a 22,000 millones de dicha moneda, respectivamente; una proporción alta de estas inversiones se canalizaron a los certificados de la tesorería, que en 1993 representaban 70% de total de inversiones extranjeras en este tipo de instrumento (ver Cuadro 4).

Este comportamiento se explica por el atractivo rendimiento que en términos de dólares, ofrecían los títulos públicos, y en particularmente los CETES en comparación con colocaciones similares en Estados Unidos. De hecho, estos flujos de capitales se mantuvieron aún después de que las tasas de interés en los Estados Unidos se incrementaron en 1992, debido a que los rendimientos de los títulos públicos mexicanos seguían siendo más altos, en particular los Tesobonos que además contaban con cobertura cambiaria. Pero, además se había establecido una articulación entre este mercado con el espacio accionario, que les permitió a los inversionistas extranjeros utilizar el mercado de títulos públicos como el espacio seguro y altamente rentable para invertir sus fondos cuando

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

realizaban una toma de utilidades accionarias, en tanto que esperaban nuevas oportunidades de inversión en acciones.

CUADRO 4 MERCADO DE DINERO Estructura Porcentual			
AÑO	TOTAL	CETES	OTROS (1)
1982	93.10	74.70	18.40
1983	94.30	85.30	9.00
1984	178.60	89.40	89.40
1985	91.91	77.11	14.80
1986	90.90	54.20	36.70
1987	90.60	78.00	12.60

(1). Incluye papel comercial, aceptaciones bancarias, pagarés de la tesorería, bonos de descuento del Gobierno Federal

FUENTE: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil, varios años.

En consecuencia, existiría una relación entre la sobrevaluación de los flujos de capital externos en el mercado accionario de México y la expansión de mercado de títulos de deuda pública, lo que explica que en este último, se expandieran las colocaciones de títulos públicos siguiendo las fluctuaciones del mercado accionario, con lo cual se retenía en el país las inversiones extranjeras de cartera, y se evitaban presiones en el sector externo de la economía⁸⁴.

Desde el punto de vista de las autoridades nacionales, estos flujos de divisas se celebraban diciendo que este ahorro externo mostraba la confianza de los inversionistas extranjeros en el cambio económico que se realizaba en el país. En su visión, el ahorro externo era importante porque compensaba el bajo nivel de ahorro interno, y porque financiaba las importaciones que se requerían para el nuevo orden económico, de cambio estructural. Adicionalmente, las autoridades de la Secretaría de Hacienda y el Banco de México argumentaron que el incremento del déficit comercial externo que se observaba, no debía preocupar porque era producto de aquella entrada de inversión extranjera, y que la deuda

⁸⁴ Monetana Vol. XVI, No. 1, enero marzo de 1993, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos Cambiario E Jorge. Sintomas del mal holandés, pg 45.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

que se generaba con este déficit, la contraían empresas privadas. En relación con lo primero, es claro que el país se enfrentaba al problema de internalizar en el aparato económico un flujo extraordinario de inversiones de carácter externas de corto plazo; por tanto, debía resolver el problema de "transmitir" esos fondos a la economía real.

Pero este proceso esta condicionado, por una parte, por el hecho de que una alta proporción de los movimientos financieros que ocurren en los mercados secundarios no producen un efecto positivo en el financiamiento neto de las empresas; y por el otro, dada la naturaleza de las inversiones de cartera de corto plazo, estas pueden desplazarse fácilmente hacia opciones de inversión más atractivas en mercados de otros países sin estar obligados a fijarse en un país por periodos definidos. Ambos aspectos configuran una situación altamente vulnerable para as economías que reciben dichos flujos. Efectivamente, el predominio de las operaciones en los mercados secundarios y la volatilidad de los flujos de capitales externos de corto plazo, contribuyen a que la influencia de capitales genere una "burbuja" financiera que incrementa la rentabilidad financiera en detrimento de la rentabilidad en otras actividades productivas. Finalmente, este tipo de burbujas financieras termina por desalentar la producción que ella promovió, pues son un factor de inestabilidad para la marcha de la economía, ante la posibilidad de ajustes bruscos que provocan estas situaciones⁸⁵.

2.2. Desregulación Financiera y Estabilidad Macroeconómica.

La configuración de México como un mercado de capitales emergentes no fue sólo resultado de la abundancia de fondos en los mercados internacionales, y de los atractivos precios que tenían las acciones de las grandes compañías

⁸⁵ Huerta, G. A., La globalización causa de la crisis asiática y mexicana, editorial Diana, México, 1998, págs. 14-15

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

mexicanas, también jugó un papel fundamental la creación de un entorno macroeconómico estable.

En este sentido, el saneamiento de las finanzas públicas y la articulación de las políticas cambiaria y monetaria juegan un papel importante en la estabilización macroeconómica; en particular en el objetivo de generar certidumbre sobre la marcha positiva de la economía. En el ámbito monetario el establecimiento de un régimen de flotación del tipo de cambio controlada, con devaluación programada, relativamente subvaluado porque se utilizó como un "ancla" para la estabilización de los precios internos más que como instrumento de política comercial; la elevación de las tasas de interés nominal, al mismo tiempo que se controlaban los precios relativos; y la contención aguda en los incrementos salariales, permitieron conducir a la economía a un fuerte proceso de deflación⁸⁶.

El Banco de México aplicó consistentemente políticas de altas tasas de interés a los títulos de la deuda pública interna, en particular la de los CETES, manteniendo dichas tasas en niveles elevados de rendimiento real respecto a opciones equivalentes en los mercados estadounidenses. Este fue el mecanismo para atraer inversiones extranjeras de cartera de corto plazo, lo que desestimuló la colocación de estos en el mercado accionario. En el mismo sentido, actuó el manejo de la estrategia de finanzas públicas superavitarias y de privatización de empresas públicas, cuyos recursos fueron utilizados para el pago de la deuda externa. Estos factores aseguraron las condiciones para que el banco central implementara una política de reservas elevadas con el fin de mantener estable el tipo de cambio nominal (y tipo de cambio real sobrevaluado), y neutralizar con (o contener con ello) los efectos inflacionarios que provoca una devaluación⁸⁷.

⁸⁶ Huerta, G. A., Carteras vencidas... op cit., págs. 34-36.

⁸⁷ Ortiz Edgar, "La inversión extranjera en los mercados de dinero y capital de México y su impacto en la crisis mexicana", en Irma Manrique Manrique (comp.), Arquitectura de la crisis financiera, Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM, México 2000, pg 208-215



Esta estrategia conjuntamente con la contracción en los salarios nominales fueron básicos en el control de los precios internos, el cual que se convirtió en el eje de la estabilización macroeconómica. En efecto los acuerdos entre los principales actores económicos y el Estado, condujeron a una progresiva disminución de la tasa inflacionaria hasta lograr niveles de un sólo dígito. Este resultado fue presentado por el gobierno como un logro relevante de su política económica aunque dichas tasas estuvieron significativamente por arriba de las de Canadá y los Estados Unidos, y se lograron a costa del crecimiento de la economía. El entorno macroeconómico favorable se completó con la liberalización de las reglas que regulaban la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de valores, y con la flexibilización de las medidas que restringían la participación de este tipo de inversionistas en la propiedad de las empresas industriales y financieras.

Es evidente que la creación de este entorno promovió y estimuló el acceso irrestricto de la inversión extranjera tanto de cartera como directa, ya que no estuvo sujeta a más condicionamientos que aquel que limitaba la captación de los bancos en moneda extranjera, esto es a 10% de su captación total. Dada la debilidad del ahorro interno y el volumen de la inversión extranjera recibida en el país, se generó una progresiva dependencia financiera externa, que era doblemente significativa por la fragilidad que implicaba el creciente predominio de los capitales de corto plazo, dentro de la inversión extranjera. La fragilidad de la nueva articulación internacional con los mercados financieros quedaría finalmente evidenciada con la crisis iniciada en diciembre de 1994.

La articulación entre el flujo de inversión extranjera de cartera y las políticas monetaria restrictiva y cambiaria apoyada en la sobrevaluación de la tasa de cambio, que el gobierno instrumento para mantener la estabilidad macroeconómica, generó contradicciones que condujeron a la gestación de fuertes desequilibrios monetario-financieros. Por una parte, a nivel

macroeconómico, la entrada masiva de flujos de capital, se convirtió en un mecanismo de creación endógena de dinero, debido a la monetización de estos, que introdujeron presiones inflacionarias en la economía con el incremento del circulante. Situación que obligó al Banco de México a aplicar políticas de esterilización monetaria que buscaba anular el efecto monetario en la inflación y, al mismo tiempo, fortalecer las reservas que a su vez, permitieron mantener un tipo de cambio sobrevaluado⁸⁸.

En este contexto, la endogenización de los flujos de capitales externos restringe el alcance de instrumentos monetarios tradicionales, como las variaciones en las tasas de interés y los controles cuantitativos (como los coeficientes de liquidez) del crédito interno para controlar la oferta monetaria. Los flujos de capitales externos elevan la liquidez de la economía, lo que obliga a manipular la tasa de interés a través de operaciones de mercado para controlar el crédito y evitar que la demanda agregada se eleve. Sin embargo, en una economía con desregulación financiera este proceso es muy complejo; por un lado, las elevadas tasas de interés real se constituyen en el instrumento clave para atraer y retener los flujos de capitales externos; que además requiere de una adecuada combinación entre la tasa de interés y el tipo de cambio; de tal manera que se asegure la competitividad de los rendimientos en dólares para los inversionistas extranjeros.

Por otro lado, este manejo de la tasa de interés real y de la tasa de cambio por parte del banco central, afecta negativamente la producción y la competitividad internacional de las empresas locales, pues alienta una dinámica de costos financieros adversos para las mismas. En particular, afecta más a las pequeñas y mediana empresas que tienen que recurrir al crédito bancario para enfrentar sus gastos corrientes, pues los préstamos de largo plazo es racionado por los propios bancos, que ante una tasa de interés alta ven subir el riesgo en el otorgamiento de préstamos.

⁸⁸ Monetaria Vol. XVI, No. 1, enero marzo de 1993, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos Cambiaseo E. Jorge. Síntomas del mal holandés, pg 30

Esta asignación de objetivos contradictorios para el mismo instrumento, en este caso la tasa de interés real, condujo a que la política de tasas de interés aplicadas por el banco central generara señales de mercado confusas para los agentes económicos, afectando negativamente la marcha de la economía y aún de los propios mercados financieros. Situación que se agudiza con la implementación de políticas comerciales de apertura unilateral de la economía seguida en México desde 1986, y la política del tipo de cambio progresivamente subvaluado, con deslizamiento programado, junto a altas tasas de interés real y elevadas ganancias bursátiles, que se registraron desde 1989.

CUADRO 5			
RESERVAS INTERNACIONALES Y FLUJOS DE CAPITALES DE CORTO PLAZO			
AÑO	RESERVAS INTERNACIONALES ^{1/}	TIPO DE CAMBIO ^{2/}	FLUJOS DE CORTO PLAZO ^{3/}
1988	-7,127.00	2.29	-
1989	2,720.00	2.69	493.3
1990	3,547.90	2.94	1994.5
1991	7,378.30	3.07	7540
1992	1,161.00	3.11	12930
1993	6,083.00	3.11	17729.3
1994	-18,389.30	3.55	1858.4

1/ Cifras en millones de dólares

2/ Pesos por dólar

3/ Inversión Indirecta en millones de dólares

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos-INEGI

La combinación de estos factores provocaron fuertes desequilibrios en el sector externo; hasta 1990, el déficit comercial se mantuvo mesurado, gracias al efecto positivo que el tipo de cambio provocó en las exportaciones mexicanas. Sin embargo, a medida que el tipo de cambio se fue sobrevaluando el auge exportador se desacelera y las importaciones, que amenazaba la estabilidad cambiaria e influye negativamente sobre la permanencia de los capitales extranjeros en el mercado nacional.

Estas tensiones entre los flujos de capitales externos de cartera y la estabilidad macroeconómica, terminaron por desatar los desequilibrios que originalmente se pretendían alcanzar. En particular, nos referimos a las tensiones que se generan entre la apertura comercial externa, el uso de tipo de cambio como "ancla" para la estabilización y las tasas de interés real como variable para fijar la inversión extranjera en el país. La combinación de dichas políticas contenía en sí efectos contradictorios; las altas tasas de interés real que asegurara la permanencia de los capitales externos y un tipo de cambio sobrevaluado que abaratara las importaciones y permitiera controlar las presiones inflacionarias, terminaron por agudizar los desequilibrios del sector externo, ya que dicha relación formaba un círculo explosivo entre inflación- devaluación.

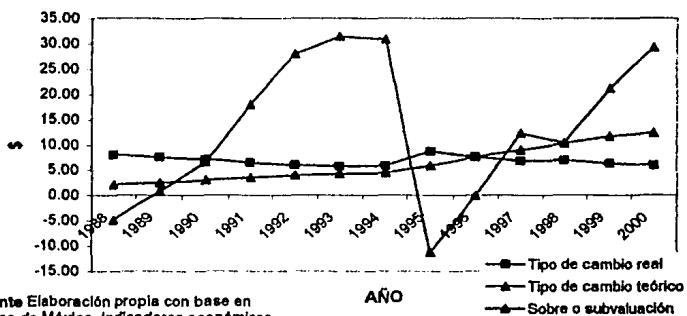
CUADRO 6 SECTOR EXTERNO (millones de dólares)					
AÑO	CUENTA CORRIENTE	CUENTA DE CAPITAL	BALANZA COMERCIAL		
			EXPORTACIONES	IMPORTACIONES	SALDO
1989	-5,822	3,177	22,842	25,438	-2,596
1990	-7,451	8,163	26,838	31,128	-4,434
1991	-14,647	24,951	26,855	38,184	-11,329
1992	-24,439	26,573	27,516	48,192	-20,676
1993	-23,399	32,582	30,033	48,923	-18,890
1994	-28,786	11,549	5,310	6,999	-1,688
1995	-128	4,747	6,781	6,292	489
1996	-1,691	2,642	8,509	7,999	511
1997	-3,618	6,269	9,868	10,601	-733
1998	-4,688	7,877	10,349	11,180	-831
1999	-4,297	4,278	12,167	13,180	-1,013
2000	-6,279	4,569	13,609	15,076	-1,467
2001	-6,204	7,888	12,125	13,463	-1,338
2002	-4,735	6,784	13,356	14,580	-1,224

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos

Las autoridades monetarias a fin de mantener relativamente estable el tipo de cambio real decidieron establecer niveles altos de la tasa de interés nominal para los títulos de deuda pública interna, entre los que destacaron los Cetes a 28 días. Con esta medida, se argumentaba, se lograría atraer ahorro externo que pudiera

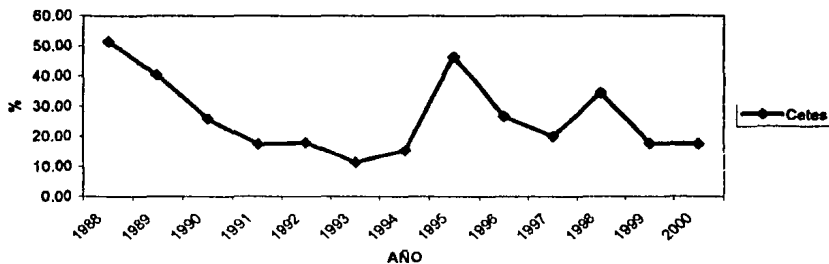
hacer compatible el elevado déficit en cuenta corriente que llegó en 1992 a los 24 mil millones de dólares, un 6.6% de PIB excluyendo maquiladoras.

GRAFICA 1
TIPO DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR)



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos.

GRAFICA 2
CETES



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos

Así, al optar la autoridad monetaria por una reducción del deslizamiento del tipo de cambio (iniciada en 1990 y continuada con cada renovación del pacto) como mecanismo para reducir la inflación a través de los precios de los bienes comerciables, dejó que el nivel de sobrevaluación del tipo de cambio se llevara. A pesar de lo grave de esta situación, el desequilibrio externo fue

controlado gracias a los flujos de capital de corto plazo, que en 1993 alcanzaron la cifra récord de 10 mil millones de dólares, razón por la cual no se enfrentaron problemas para financiar el déficit de la cuenta corriente. No obstante la inversión directa mostraba un comportamiento cauteloso en este año, aunque en 1994, debido a la confianza sobre este tipo de inversión se iba a los 14.9 millones de dólares (ver cuadro 7).

CUADRO 7			
MÉXICO. INVERSIÓN EXTRANJERA			
(Millones de Dólares)			
AÑO	IE TOTAL	IE DIRECTA	IE CARTERA
1989	2,914.00	2,500.00	414.00
1990	4,978.00	3,722.00	1,256.00
1991	9,997.00	3,665.00	6,332.00
1992	8,383.00	3,600.00	4,783.00
1993	15,617.00	4,901.00	10,716.00
1994	19,001.00	14,917.00	4,804.00
1995	19,993.00	9,473.00	519.00
1996	13,786.00	9,736.00	4,050.00
1997	16,443.00	13,228.00	3,215.00
1998	10,060.00	10,727.00	-667.00
1999	22,408.00	11,618.00	10,790.00
2000	nd	12,896.00	nd

Fuente: Elaboración propia con base en 5º Informe de Gobierno, 1999, Anuario Estadístico.

El crecimiento moderado de la economía registrado entre 1988-1994 de aproximadamente 3%, el déficit de la cuenta corriente no dejó de crecer alcanzando cerca del 8% de PIB en 1994. Esto explica por qué el ahorro interno no fue suficiente en comparación con la inversión realizada por las empresas ante la competencia exterior (ver cuadro 7 y 8).

A pesar de que estas variables constituían señales de alerta en la economía, las autoridades consideraban que eran transitorios. Se pensaba que el déficit en cuenta corriente se debía a un exceso de inversión privada sobre el nivel de ahorro interno, lo cual implicaba que en un futuro esas inversiones se traducirían

en crecimiento. Al mismo tiempo, el crecimiento de la economía era lento porque ésta se encontraba en un proceso de ajuste, donde las empresas ineficientes empezaban a desaparecer y las eficientes lograban crecer. Se consideraba que después de esta transición, el crecimiento económico aumentaría.

CUADRO 8 AHORRO INTERNO Y EXTERNO Como Porcentaje del PIB					
AÑO	TOTAL	AHORRO INTERNO			AHORRO EXTERNO
		TOTAL	PÚBLICO	PRIVADO	
1979	23.10	19.80	5.20	14.60	3.20
1980	25.60	20.50	5.90	14.60	5.00
1981	25.70	19.60	1.20	18.40	6.10
1982	21.50	18.80	3.70	15.10	2.70
1983	19.70	23.40	6.10	17.30	-3.70
1984	18.80	21.10	5.50	15.60	-2.20
1985	20.10	20.50	5.40	15.10	-0.40
1986	17.40	16.40	4.50	11.90	1.00
1987	18.50	21.30	6.50	14.80	-2.80
1988	22.60	21.30	0.60	20.70	1.30
1989	22.90	20.30	3.30	17.00	2.60
1990	23.10	20.30	6.80	13.50	2.80
1991	23.30	18.70	6.50	12.20	4.70
1992	23.20	15.40	6.20	9.20	7.80
1993	23.30	16.60	6.60	10.00	6.70
1994	21.00	15.10	5.10	10.00	5.90
1995	21.70	15.00	4.00	11.00	6.70
1996	19.60	19.00	4.70	14.30	0.60
1997	20.90	20.40	4.40	16.10	0.50
1998	21.30	20.80	4.30	16.50	0.50
1999	21.50	21.20	4.30	16.90	0.30
2000	22.80	21.40	4.20	17.20	1.40

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

2.3 Deuda Pública Interna: Bajo Riesgo y Altos Rendimientos

El Banco de México para retener la inversión extranjera en el país, ante la reducción del flujo de inversión extranjera que provocaba el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos y las crecientes tensiones económicas y políticas en México, estimuló el desplazamiento de los flujos de capitales externos hacia los Tesobonos, que contaban con cobertura cambiaria. Esto se tradujo en un vertiginoso crecimiento de la inversión en Tesobonos, que tuvieron una

expansión de 1500% en el curso de 1994, mientras que el saldo de Cetes se redujo a un 71% en el mismo lapso con lo cual los Tesobonos pasaron a representar 78% del total entre dicho título y los Cetes. No obstante esta configuración de la deuda pública no consiguió generar la confianza suficiente para retener las inversiones en el país, lo que junto con el incremento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, desembocó en la devaluación de diciembre de 1994, y en la llamada crisis de los Tesobonos, cerrando así, el ciclo de financiamiento externo iniciado en 1989 (ver cuadro 9).

El incremento de la deuda pública interna, asumía que a su vencimiento los Tesobonos se liquidarían en pesos al tipo de cambio del día, ya que se suponía que con nuevo gobierno con ello se produciría un ciclo de crecimiento económico que permitiría amortizar en pesos los Tesobonos y desinflar la burbuja financiera, que había generado la acelerada emisión de estos títulos de deuda pública. Sin embargo esto no, ocurrió y en su lugar a partir de diciembre de 1994, se dio la secuencia de devaluaciones y la crisis de Tesobonos.

Esta situación marco un cambio brusco en la relación de México con los mercados financieros internacionales, ya que afecto negativamente la entrada de flujos de inversión extranjera hacia el país. La incertidumbre económica y financiera dejo ver dos rasgos que marcarían las relaciones con los inversionistas extranjeros; En primer lugar, crece la desconfianza de los inversionistas extranjeros hacia las autoridades financieras del país, tanto en lo que se refiere a su manejo de las políticas sectoriales como a la calidad de la información que proporcionan para analizar la marcha de las finanzas nacionales. Lo primero es consecuencia de alto riesgo que generó el incrementar la deuda pública, en particular la colocación de capitales externos en Tesobonos, que suponía que la política que la política de deslizamiento cambiario continuaría; lo cual no fue así, pues a los pocos días, después de la ampliación de la banda de flotación del 15%, se libera el mercado cambiario.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CUADRO 9
MERCADO DE DINERO: TASAS DE RENDIMIENTO
 (Tasas Anuales)

Año	Papel Comercial a/	Aceptaciones Bancarias a/	Bonos de Desarrollo b/	Bonos de la Tesorería a/	Ajustabonos b/
1988	56.00	55.21	52.30		
1989	42.17	43.27	40.43	15.10	15.50
1990	30.54	28.61	26.93	12.00	7.69
1991	22.20	20.90	n.d.	9.23	4.17
1992	26.95	27.50	23.01	3.49	n.d.
1993	17.37	12.50	12.36	5.04	5.10
1994	38.40	40.00	n.d.	8.51	n.d.
1995	57.26	48.85	51.01	n.d.	n.d.
1996	32.12	n.d.	28.45	n.d.	n.d.
1997	26.29	n.d.	0.00	n.d.	n.d.
1998	34.53	n.d.	34.67	n.d.	n.d.
1999	0.00	n.d.	17.16	n.d.	n.d.
2000	18.82	n.d.	0.00	n.d.	n.d.
2001	8.76	n.d.	0.00		

a/ Promedio ponderado mensual equivalente a 28 días de plazo.

b/ Promedio ponderado mensual equivalente a 28 días de plazo. La notación 0.00 significa sin cotización.

c/ Cifras preliminares a partir de la fecha que se indica

FUENTE: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., Indicadores Bursátiles.

En segundo, las críticas sobre el manejo de información financiera cuestionaban al Banco de México por haber limitado y acallado la información, en particular la referente al crecimiento del crédito interno y la alta proporción de la cartera vencida. En el mismo sentido, se criticó el proceder de la Secretaría de Hacienda, ya que al presentar la información sobre el balance presupuestal sector público no se destacó la existencia de un déficit del 4% del PIB, lo que tuvo que admitirse luego frente a las presiones externas. Estas señales equivocadas enviadas por las autoridades financieras nacionales a los mercados internacionales, pusieron al país frente a un riesgo real de insolvencia y de suspensión de pagos⁸⁹.

⁸⁹ Solís, Rosales R., "La crisis bancaria en México", en Memoria del Seminario sobre: Bancos y crisis bancaras: Las experiencias de México, Francia y Japón, publicada por la UAM-Iztapalapa, México 1998, pág. 143.

Es cierto que los efectos de la estabilización macroeconómica y cambio estructural se reflejaron de manera positiva sobre casi todas las variables macroeconómicas; la inflación disminuyó de alrededor de 160% anual en 1987 a cerca de 8% en 1993; el déficit público, que alcanzó niveles del más de 16% del PIB en 1982, había desaparecido, alcanzando un pequeño superávit en 1993; y la deuda neta consolidada del sector público con el Banco de México se redujo drásticamente de 74.4% del PIB en 1987, a poco más de 22% en 1994. Sin embargo, no todas las variables reflejaban un comportamiento positivo; el PIB creció en 1992-1993 a un promedio anual de 1.75%, en contraste con el crecimiento promedio anual de 3.8% que registró en el período 1989-1991, el déficit en cuenta corriente mostraba un crecimiento acelerado, que paso de 1.4% del PIB en 1988, a 7.7% en 1994, en tanto que las tasas de ahorro interno venían disminuyendo significativamente.

Ante la debilidad de la actividad económica en 1993, se optó por una política crediticia expansiva; la banca de desarrollo expandió sus créditos, y a pesar de las altas tasas de interés reales que prevalecían, los créditos de la banca comercial al sector privado aumentaron considerablemente, lo que contribuyó a que la demanda interna y las importaciones se recuperaran en 1994. Ello permitió que el PIB aumentara 3.5% en 1994, estimulado por el crecimiento del sector de los bienes no comerciables, pero este crecimiento estuvo lejos del promedio anual del período de expansión 1988-1991. Además, en 1994 la reducción de los aranceles a la importación por la entrada del TLCAN y los precios bajos de las importaciones dada la sobrevaluación real del peso, estimularon el gasto en bienes de consumo duradero y las importaciones de bienes de consumo. Por otro lado, la reducción de los diferenciales de inflación con los socios comerciales, y la caída del tipo de cambio de 10% (dentro de la banda) durante los últimos meses de 1993 y los primeros de 1994, hicieron que la competitividad internacional de los precios de las manufacturas mexicanas permaneciera estable durante 1993 (la

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

cual mejoraría en 1994), lo que restó a éstas competitividad en el mercado internacional⁹⁰.

Durante el periodo 1988-1994, uno de los objetivos de la política económica fue la lucha contra la inflación, meta que se logró, como ya vimos anteriormente, a través de tres mecanismos: a) una apertura comercial acelerada; b) un virtual congelamiento del tipo de cambio, que significó un deslizamiento de la paridad menor al diferencial inflacionario observado respecto a los Estados Unidos; y c) la drástica caída en la capacidad de compra de los asalariados, pues los salarios se ajustaron de acuerdo con la inflación esperada y no la observada. Cabe señalar que en el periodo de referencia el índice de precios al consumidor ascendió 139.1%, mientras que el mismo índice en Estados Unidos fue de 25.2% y el tipo de cambio del peso frente al dólar subió 50.9%, sin embargo, se requería una mayor devaluación para poder mantener un tipo de cambio de equilibrio real, y así evitar la sobrevaluación de 47.03% que se calcula se registró en noviembre de 1994.

3. Los Flujos de Capital Externo y el Tipo de Cambio: El Mal Holandés

La utilización del tipo de cambio como ancla nominal, desde el inicio del programa de estabilización en 1987, limitó el papel de la política monetaria. Con el propósito de proporcionar mayor flexibilidad a la política cambiaria, las autoridades monetarias decidieron introducir a finales de 1991 el sistema de banda cambiaria; con dicho sistema el Banco de México suponía que el margen de maniobra para la política monetaria era mayor, debido a que el tipo de cambio podía fluctuar dentro de ciertos rangos. Sin embargo esta flexibilidad sólo funcionaría en la medida en que el tipo de cambio no se deslizara hacia los extremos de la banda,

⁹⁰ Dussel, Peters E., La economía de la polarización Teoría y evolución del cambio estructural de las manufacturas mexicanas (1988-1996), Editorial JUS- UNAM, México, 1997, págs. 201.



ya que en estos casos la autoridad monetaria debía defender el valor del tipo de cambio, y por lo tanto, opera como un sistema de tipo de cambio fijo⁹¹.

En este sentido, si se pretendía que el tipo de cambio funcionara como ancla nominal, era de esperarse que este se ubicara en la parte cercana al techo de la banda; pero el tipo de cambio mostró durante gran parte del período 1991-1993 una consistente tendencia hacia el piso de la banda de intervención, esto es, hacia la apreciación. Situación que estaba siendo generada por las grandes entradas de capitales externos, que se reflejaron en la cuenta de capital que registró ingresos por más de 84 mil millones de dólares, lo que expandió la oferta de dólares, que amenazaban con elevar la liquidez interna si la banca central no intervenía a través de la esterilización de divisas o colocación de valores gubernamentales.

En efecto, la intervención del Banco de México se dirigió en este sentido al instrumentar una política de esterilización para evitar un crecimiento de la liquidez interna, con lo que evitaba presiones sobre los precios. Sin embargo, ante la necesidad de mantener la entrada de flujos de capitales externos, la política monetaria se vio obligada a mantener tasas de interés reales altas, lo que condujo a una restricción del crédito interno, acompañada de altos flujos de capitales externos y sobrevaluación del tipo de cambio. Factores que fueron configurando, debido a que el déficit externo y la deuda interna pública presentaban ya altos niveles. El crecimiento del déficit de cuenta corriente registró un déficit de 7.4% como proporción del PIB en 1992, mientras que 1993 el déficit disminuyó moderadamente debido a la escasa actividad económica; en tanto que la deuda interna pública creció y el ahorro interno continuaba cayendo (ver Cuadro 11).

Si bien la apreciación del tipo de cambio real fue uno de los factores que permitieron la estabilidad en precios, también es cierto que este fue uno de los mecanismos que explican el pobre desempeño económico durante 1992-1993.

⁹¹ Monetaria Vol. XVI, No. 1, enero marzo de 1993, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos Cambiario E. Jorge. Síntomas del mal holandés, pg 30-35



Hacia finales de 1994 la economía mexicana estuvo sujeta a una corriente de expectativas adversas sobre la capacidad de las autoridades monetarias para conservar su régimen cambiario en diciembre de ese año. Lo que aunado a las perturbaciones políticas, terminaron por restringir de manera importante esta afluencia de recursos⁹². Por otro lado, era de esperarse que ante un escenario económico internacional con tasas de interés en ascenso, principalmente en Estados Unidos que provocó una disminución en el atractivo de las inversiones en los mercados emergentes y elevó la competencia por los flujos internacionales del capital.

CUADRO 11 AHORRO-INVERSION						
AÑO	AHORRO INTERNO /1			INVERSION BRUTA FIJA /2	IE DIRECTA /3	IE CARTERA /3
	TOTAL	PRIVADO	PÚBLICO			
1988	21.30	20.70	0.60	18.50	31,571.00	
1989	20.30	17.00	3.30	17.20	2,499.70	14,830.00
1990	20.30	13.50	6.80	17.90	3,722.40	4,524.00
1991	18.70	12.20	6.50	18.70	3,563.10	18,512.00
1992	16.60	10.00	6.60	19.60	3,599.60	28,648.00
1993	15.20	10.00	5.10	18.60	4,900.60	54,631.00
1994	14.70	11.00	7.00	19.40	10,337.60	34,395.00
1995	19.10	14.30	4.70	16.10	8,198.20	n.d.
1996	20.30	16.10	4.40	17.20	7,649.20	n.d.

/1 Y /2 Como proporción del PIB

/3 Flujos en millones de dólares. Esta información no coincide con la del cuadro 7, dado que son dos fuentes distintas.

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos.

⁹² En efecto, 1994 fue un año en el que se presentaron inesperados eventos adversos para México. En enero, cuando el Tratado de Libre Comercio de América del Norte se ponía en operación y el país iniciaba una nueva etapa de funcionamiento económico, se presentó el levantamiento del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN), en el estado de Chiapas. México había logrado fomentar internacionalmente la imagen de un país próspero, pero el conflicto enviaba señales contrarias a los mercados sobre la estabilidad interna. Sin embargo, el hecho de que el gobierno decidiera solucionar pacíficamente este conflicto tranquilizó a los mercados. Los flujos de capitales continuaban entrando y el acervo de reservas internacionales en el poder del Banco Central continuaba incrementándose. Infortunadamente, la tranquilidad duró poco tiempo. El 23 de marzo, con el asesinato de Luis Donaldo Colosio, candidato del Partido Revolucionario Institucional (PRI) a la Presidencia, los inversionistas iniciaron un retiro masivo de capitales. Las reservas internacionales disminuyeron de más de 28 mil millones de dólares, en la fecha del asesinato, a un nivel inferior a 14 mil millones de dólares en julio de ese mismo año.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN
E ORIGEN

4. La Crisis Financiera y el Manejo de la Política Monetaria.

A pesar de que las tasas de interés reales se mantuvieron elevadas durante el periodo de 1989-1995, la demanda por financiamiento creció fuertemente; por lo menos tres factores contribuyen a explicar este fenómeno.

- a) El primero se relaciona con la evolución propia de la tasa de interés. En la medida que las tasas de interés fueron más elevadas que las tasas promedio de productividad de la economía, las empresas se vieron obligadas a solicitar nuevos créditos solo para cubrir el pago de intereses de créditos anteriores. En consecuencia, la demanda de crédito debió incrementarse a una tasa similar a la diferencia entre la tasa de interés real activa y la tasa de productividad promedio en la economía. De ahí que la oferta de crédito para el sector privado no empresarial creció, lo que explica que el crédito al consumo creciera.
- b) El segundo tiene que ver con la necesidad de fondeo de la inversión productiva de las empresas a excepción de las grandes, que pudieron emitir acciones y bonos directamente en los mercados de capital u obtener créditos externos, el resto de las empresas, particularmente las pequeñas y medianas, tuvieron que recurrir a fondeo doméstico (en su mayoría créditos bancarios), aún a tasas de interés elevadas. Condiciones que las ponía en una situación de alta vulnerabilidad.
- c) El tercero se refiere al incremento en la demanda de crédito de las familias, que se explica por la baja demanda de créditos para el fondeo de la inversión productiva de las empresas. Desde 1988 y después de 1992, los créditos al consumo y los hipotecarios mostraron un crecimiento significativo, continuando los créditos hipotecarios su dinamismo hasta 1994. Entre los factores que contribuyeron a este comportamiento, se encuentran: altas expectativas sobre el ingreso permanente, debido al dinamismo de las actividades productivas; la recuperación del salario en términos reales, después de años de severa represión, la apertura

comercial, la activa campaña de promoción de tarjetas de crédito (hasta 1992); y la demora significativa en la construcción de nuevas viviendas.

El saldo de los créditos bancarios hipotecarios y al consumo aumentaron su participación en la cartera total de préstamos de los bancos comerciales, de 10.7% en 1987 paso a 23.1% en 1992, y llegó a 25.3% en diciembre de 1994. El rápido crecimiento de los préstamos para consumo durante 1990-1992 exacerbó el problema estructural de los préstamos vencidos de los bancos, la tasa de préstamos había sido significativamente mayor al aumento de los salarios. Así, mientras los préstamos al consumo representaban 8.9% de la cartera de préstamos vencidos para junio de 1994, los préstamos para consumo vencidos acumulaban 19% de los préstamos totales vencidos⁹³.

En cuanto a los factores que determinaron la oferta de fondos prestables, podemos mencionar dos:

- a) La mejoría de las finanzas públicas y la venta del patrimonio del Estado, liberaron recursos del sector público que incrementaron la disponibilidad de recursos para el sector privado. Además la capacidad de préstamo de los bancos fue ampliamente extendida por la eliminación del coeficiente de liquidez, y el prepago de una emisión especial de bonos de desarrollo (Bondes) entre 1992 y 1993.
- b) El ahorro financiero se incrementó significativamente como porcentaje del PIB, siendo los depósitos bancarios el componente más importante. Ello, fue consecuencia de la liberalización de la tasa de interés, que permitió al sistema bancario ofrecer tasas de rendimiento que mantuvieran el ahorro financiero dentro del sistema.

⁹³ Calva José Luis, "Crisis de los deudores" en Alicia Girón y Eugenia Correa (comps), Crisis Bancaria y carteras vencidas, UAM-II Ec, México 1997, pgs 22-31.

- c) No obstante la inversión productiva no creció al mismo ritmo que dicho ahorro.⁸⁴

Esta vulnerabilidad financiera quedo de manifiesto desde 1992, cuando la cartera vencida representaba un alto porcentaje de la cartera total de la mayoría de los bancos privados. Cuatro parecen ser los factores que explican la gestación de este problema:

- a) Elevadas tasas de interés inducidas por la inflación;
- b) La rápida expansión entre 1988 y 1994, del crédito de la banca comercial al sector privado.
- c) La inexperiencia de los neobanqueros reflejada en el elevado margen de intermediación que los bancos cargaron a los usuarios del crédito a partir de la liberación financiera
- d) Fallas importantes en el control y supervisión por parte de las autoridades reguladoras.

A pesar de la crítica situación de la economía, las reformas estructurales no se suspendieron; la liberalización comercial, la apertura a los flujos de capitales se mantuvo y se autorizó las operaciones derivadas que permiten protegerse contra los riesgos de una devaluación.

En cuanto a las finanzas públicas, se mantuvo la política de saneamiento; el gasto en inversión continuó disminuyendo, en tanto que el gasto social aumentaba, poniendo énfasis en programa de corto plazo de combate a la pobreza.

⁸⁴Esta información estadística se puede consultar en el cuadro 10 del Capítulo II. En este contexto, la fragilidad financiera estaba latente, si bien antes de la privatización de los bancos, existían créditos impagables, estos eran tan altos; después de la privatización este porcentaje respecto al total de los activos bancarios, creció de manera alarmante al pasar del 0.99% en 1988, a 2.26% en 1991. Este coeficiente alcanzó el 9.02% en 1994, y se colocó en un 18.3% en 1996, según el criterio de las Securities Auction Capital (SAC), la proporción de cartera vencida representaba 48.1% del total del crédito concedido en México, lo que significa la quiebra técnica de los bancos comerciales

En el ámbito fiscal destaca la descentralización del gasto público y su consecuente federalización, que implicó mayores recursos y atribuciones a los estados y municipios. Si bien la inflación se incremento entre 1994-1995 (57%), ésta se ha mantenido controlada gracias al equilibrio en las finanzas públicas. En el mismo sentido, actuó el manejo de la política monetaria del Banco de México, cuya autonomía le fue otorgada en 1994, como una medida desde ese entonces, para reforzar la lucha contra la inflación.

Por otra parte, el proceso de privatización avanzó; se privatizó una parte importante de la petroquímica secundaria y se continuó con el proceso de desincorporación de entidades y organismos paraestatales. Asimismo, se implementaron diversos programas como el del rescate financiero de la banca, de apoyo a deudores, tanto de la banca como del fisco; en 1997 de aplicó un programa de rescate al sector carretero concesionado⁹⁵.

En respuesta a la pérdida de confianza en el peso, las autoridades adoptaron en enero de 1995, un programa de emergencia económica acordado con los representantes de los diversos sectores de la economía. El Programa Económico Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PEAUSEE) que se puso en marcha, tuvo los siguientes objetivos:

- a) Evitar la quiebra del sistema financiero y el desmantelamiento del aparato productivo;
- b) Reestructurar el perfil de la deuda para reducir la vulnerabilidad de la economía y estabilizar los mercados financieros;
- c) Contener los efectos inflacionarios de la devaluación, evitando caer en una espiral precios-tipo de cambio;
- d) Implementar un ajuste ordenado de la cuenta corriente;
- e) Mitigar los efectos de la crisis sobre el empleo; y
- f) Sentar las bases para una pronta recuperación.

⁹⁵ Ayala, E. José, Estado y Desarrollo. La formación de la economía mixta mexicana en el siglo XX, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 2001, pág. 490.

5. Desregulación Financiera y Ausencia de Mecanismos Prudenciales

La crisis fue el resultado del proceso de desregulación financiera, que con la reprivatización bancaria, las modificaciones a la Ley de Instituciones de Crédito (julio de 1990), las Reglas para el Establecimiento de Filiales De Instituciones Financieras del Exterior (abril de 1994), y la aprobación de la Nueva Ley de Inversión Extranjera (diciembre de 1993), abrió la participación del capital foráneo en la actividad financiera local sin mayor regulación prudencial.

En efecto, con la Ley de Instituciones de Crédito de 1990 se permitió la participación a "personas físicas o morales extranjeras que no tuvieran el carácter de gobiernos o dependencias oficiales" en el capital social de la banca múltiple, misma que podría ser de hasta del 30 por ciento del capital de la institución. Por otra parte, en el artículo 18 de la Ley Para Regular las Agrupaciones financieras también se estableció que la emisión de acciones de las empresas podría existir una "serie C" con las mismas características de la serie de la misma denominación vigente para el capital social de la banca privada. Este mismo proceso se repitió en el caso del paquete accionario de las casas de bolsa.

Para complementar lo anterior, se flexibilizó la normatividad relacionada con la operación de valores extranjeros; se estableció el Sistema Internacional de Cotizaciones para que los valores extranjeros pudieran ser intermediarios en el territorio nacional. Esto vino a apoyar la oferta pública de valores en el territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor. Inclusive se autorizó a las casas de bolsa para que realizaran libremente sus operaciones en el mercado internacional y se hicieron extensivos a los valores extranjeros, los servicios que prestan los Institutos para el Depósito de Valores.

Es evidente que las medidas antes descritas son consistentes con el objetivo de atraer inversión extranjera. Sin embargo las deficiencias del mercado de valores, en su condición de estar funcionando básicamente como un mercado

especulativo, con una marcada característica a la volatilidad de los capitales ahí negociados, muestran la fragilidad de la economía en su conjunto y la carencia de una política de desarrollo integral, en la cual no sólo se contemplen los aspectos relacionados con la modernización del sector financieros sino también, y de manera fundamental, con la necesidad de articular una estrategia de desarrollo acelerado en el sector industrial.

Con el propósito de mantener cierto grado de control sobre actividades financieras, el gobierno mexicano logró que en el TLC se establecieran límites de mercado globales, y en algunos casos individuales, a la participación extranjera; algunas de estas medidas son:

- 1.- El capital autorizado para una filiar extranjera en el periodo de transición, debe corresponder al capital individual máximo que podrá autorizarse, respecto al porcentaje del capital agregado total de las instituciones del mismo tipo en México. Para el caso de las instituciones de crédito, 1.5 %; casas de bolsa 4.0 %; e instituciones de seguros 1.5 %. En el mismo acuerdo se señaló que, en el caso de que un inversionista de otra parte adquiriera una institución financiera establecida, la suma de capital autorizado de la institución adquirida y el capital autorizado de cualquier filial extranjera, previamente bajo control de adquiriente, no podría exceder el límite aplicable antes señalado.
- 2.- El capital autorizado de todas las filiales extranjeras en el periodo de transición, el porcentaje debe corresponder al capital social máximo relativo a la suma de los capitales de todas las instituciones financieras del mismo tipo establecidas en el país. Una vez que hubiera transcurrido un año desde la fecha de entrada en vigor del tratado, los límites iniciales podrían incrementarse de manera anual, hasta alcanzar al final del periodo de transición, los límites siguientes:
- 3.- Cada filial tendrá un capital autorizado; lo que implica el capital pagado no deberá ser menor al momento de empezar a operar. Ya establecido el capital autorizado, éste podría ser mayor al pagado.

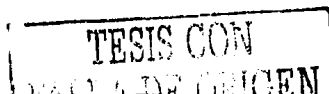


Con estas medidas, y debido a las fuertes diferencias de tamaño y consolidación (asimetrías) de los mercados financieros de Estados Unidos, Canadá y México, se buscaba reducir la penetración de las instituciones del extranjero en el mercado doméstico, y con ello dar tiempo a que los grupos financieros mexicanos realizarán las adecuaciones de capital y operativas que les permitieran incrementar en sus niveles de eficiencia. Sin embargo, y a pesar de que se habían establecido en el TLC los tiempos de apertura, a finales de 1993 se publicaron una serie de reglas tendientes a acelerar el proceso de apertura de los servicios financieros. Esto ha reducido sensiblemente el margen que tenían los intermediarios financieros nacionales para reestructuras; acelerando así el proceso de oligopolización del sistema bancario en México⁹⁶

Desde enero de 1995, se puso en marcha un paquete de medidas diseñadas para reducir los riesgos del sistema, mantener la confianza en las instituciones y apoyar a los pequeños deudores, tanto personas físicas como empresas, a fin de que pudieran hacer frente a sus obligaciones crediticias. Todo ello sin perder de vista que el rescate bancario era necesario para evitar una crisis financiera de mayor impacto. Como sabemos este proceso beneficio a los bancos acreedores, sin importar el costo económico que genero a los deudores, en particular a las personas físicas y pequeñas y medianas empresas.

A pesar de esta vulnerabilidad del sistema financiero el proceso de apertura del mismo se acentuó. Se argumenta que la participación de capital y tecnología extranjera fortalecería al sector bancario. Asimismo se intento resolver el problema de insolvencia a través de programas como el Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE), la ventanilla de liquidez en dólares y las compras de cartera correspondidas con nuevas inyecciones de capital.

⁹⁶ Mántey, de Anguiano Guadalupe, "Liberalización financiera con oligopolio bancario", mimeo, 1998 pg. 3-12

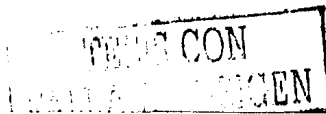


Para aliviar la situación crediticia de los pequeños deudores bancarios, se instrumentaron programas como el Acuerdo de Apoyo a deudores. (ADE), el apoyo a deudores hipotecarios y el llamado punto final, los cuales contribuyeron a mantener al corriente o a regularizar la situación de cerca de un millón de pequeños acreditados de la banca; mientras que para apoyar a determinados sectores de la industria, se implementaron el Fomento a la Micro Pequeña Y Mediana Empresa (FOPYME) y el Financiamiento del Sector Agropecuario y Pesquero. (FINAPE), a través de los cuales se atendió la situación de la pequeña y mediana empresa, y del sector agropecuario y pesquero. Este conjunto de medidas permitió en el corto plazo recapitalizar al sistema y disminuir el ritmo de crecimiento de la cartera vencida.

Debe reconocerse que a pesar del carácter coyuntural y el efecto de corto plazo de estas medidas, es obvio que la crisis no condujo a un retiro masivo de depósitos del sistema bancario, cuyas consecuencias hubieran sido catastróficas para México, y habrían significado un costo fiscal inmensamente mayor al incurrido con la estrategia seguida; y, lo que es peor, una súbita pauperización de la inmensa mayoría de los mexicanos, que habría cancelado cualquier posibilidad de mejoría en la economía nacional. Por su parte, el Mercado de Valores también se instauró un programa de seguimiento a sociedades con valores colocados en el extranjero, y se promovieron con emisores, intermediarios, representantes comunes e inversionistas, esquemas para poder dar salida a empresas con problema en el pago de sus adeudos.

La crisis financiera de 1994-1995 mostraron los graves efectos que generó el proceso de desregulación y liberalización financiera. Evidenciando la necesidad urgente de establecer un sistema regulatorio y de supervisión del sistema bancario, que incorporara prácticas de supervisión bancarias y bursátiles prudentiales y de largo plazo⁹⁷.

⁹⁷ Brunhoff, Suzanne, "La inestabilidad monetaria internacional", en en François Chesnais (comp.), La mundialización financiera Génesis, costo y desafío, en, Editorial Losada, Argentina. 2001, pág.58.



6. Regulación Prudencial el Reto de la Globalización.

Las reglas contables que se aplicaban hasta 1995, a las instituciones financieras no eran consistentes con los principios generalmente aceptados a nivel internacional. A raíz de esta situación, en 1997 se emitieron nuevas reglas contables para el registro, valuación, consolidación y presentación de operaciones, las cuales son consistentes con principios de contabilidad internacionales y se homologó la presentación de la información entre las distintas instituciones financieras, facilitando la compatibilidad de las mismas y la consolidación de cifras dentro de los grupos financieros.

Asimismo, se modificaron las reglas de capital aplicables a bancos y casas de bolsa, haciéndolas consistentes con la finalidad de eliminar irregularidades en la reglamentación. Las reglas requieren a las instituciones niveles de capitalización acordes a los riesgos que éstas asumen, considerando tanto el riesgo de crédito como a los riesgos de mercado que enfrenten por variaciones en tasas de interés, tipo de cambio y precios de posiciones accionarias. Si bien estas reglas favorecen una mayor calidad del capital al limitar la participación de las obligaciones convertibles y los impuestos diferidos en el cómputo del capital básico; no obstante la falta de medidas de control y vigilancia en la práctica, permite que se realicen operaciones irregulares e incluso fraudulentas que debilitan el marco institucional y jurídico que para tales fines se creó. De ahí que, a partir de 1997 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores reforzará sus actividades de supervisión y vigilancia del mercado, de las emisoras y de los intermediarios; aprovechar la tecnología disponible para desarrollar un sistema de supervisión bursátil, que incorpora y procesa toda la información con que cuenta el organismo; comenzando por el registro de las emisoras, los reportes y comunicados que estas revelan y el detalle de las operaciones que se celebran en el mercado.

Las instituciones financieras han implementado sistemas de administración de riesgos de tal manera que se cuenta con mejor información, controles y



metodologías para la medición precisamente de los riesgos. Adicionalmente, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha llevado a cabo un extenso programa de capacitación a través del cual el personal encargado de la supervisión de las instituciones pueda analizar y evaluar si los niveles de riesgo reportados por éstas son los correctos y si los modelos utilizados para calcularlo se están utilizando o empleando los supuestos adecuados.

De igual forma, se han establecido lineamientos prudenciales en materia de otorgamiento de crédito y administración integral de riesgos, y se emitieron nuevas reglas de calificación y aprovisionamiento para la cartera crediticia de los bancos, ya sea cartera de consumo, hipotecaria o comercial. Todas estas mediciones y calificaciones están basadas en la capacidad de pago e historial crediticio de los deudores.

Otros cambios realizados que fortalecen los mecanismos de autorregulación, la disciplina de mercado y la cultura de pago son las normas sobre divulgación que han mejorado el volumen y la cantidad y calidad de la información publicada por las instituciones, así las reglas tendientes a consolidar la labor de los auditores externos y los burós de crédito. Se han realizado modificaciones importantes a la regulación de la banca de desarrollo, obligándola a funcionar bajo los criterios de la banca comercial; lo que ha significa una transformación radical del importante papel de financiamiento a sectores prioritarios, que dicha banca había cumplido en el pasado. En este sentido, si bien es cierto que sigue vigente el mecanismo de garantías explícitas o implícitas que para determinados pasivos de la banca de desarrollo tiene el Gobierno Federal; no obstante, actualmente se le exige a esta banca que opere sobre su propia solvencia y la credibilidad que tenga el mercado respecto a su situación financiera.

La protección de los inversionistas y la eficiencia del mercado depende en parte, de la adecuada y oportuna revelación de información por las emisoras⁹⁸, pero ello no es posible en ausencia de marco institucional que obligue a los funcionarios financieros actuar de manera transparente, lo exige una total autonomía e independencia no sólo de los dueños de las empresas sino también de los funcionarios del gobierno.

Bajo el enfoque de revelación de información, tanto las autorizaciones y ofertas públicas, como la capacidad de los valores para cotizar en el mercado secundario, dependen principalmente de que las emisoras revelen toda la información respecto a sí mismas y los valores emitidos, que se considere relevante para la toma de decisiones por parte de los inversionistas. Existe consenso entre los reguladores de valores del mundo, que el enfoque de revelación de información es el que mayores beneficios ofrece al mercado y a los inversionistas al basarse en la autorregulación, ya que cada uno de los participantes se protege a sí mismo al analizar, antes de tomar decisiones de inversión, la información que las emisoras hacen del conocimiento del público. Bajo este enfoque, las emisoras se profesionalizan y se vuelven conscientes de la importancia que tiene la protección de los inversionistas minoritarios al verse obligadas a revelar información detallada de sus operaciones, mientras que los inversionistas quedan en condiciones de diseñar portafolios de inversión acordes a sus preferencias en cuanto a riesgo y rendimiento. Sin embargo, en la práctica lo que ha venido sucediendo es que las empresas no emiten información completa, e incluso alteran dicha información para dar una visión de fortaleza económico-financiera.

⁹⁸ El enfoque regulatorio que históricamente se había seguido a nuestro mercado se basa en mérito. Bajo el enfoque de méritos, las autorizaciones de ofertas públicas se otorgan o niegan con base en las bondades de los valores a ser emitidos, así como a las características del emisor. La labor de la autoridad se centra en identificar los riesgos y beneficios asociados con una inversión determinada y la correspondiente autorización depende de que estos riesgos sean limitados. Los factores que se toman en cuenta al momento de autorizar la oferta, son revisados de forma periódica con la finalidad de identificar si los valores pueden seguir siendo intercambiados en el mercado.

Durante el gobierno de Ernesto Zedillo se revisó en su totalidad el marco regulatorio aplicable a las emisoras, considerando las tendencias y acuerdos internacionales y aprovechando los avances informáticos y de telecomunicaciones que se han suscitado en los últimos años. Con este propósito a finales de 1997 se emitieron reglas relativas a la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a la autorización de ofertas públicas. El nuevo procedimiento de inscripción obliga a las emisoras a presentar su solicitud en medios magnéticos, tanto a la Comisión como a la Bolsa Mexicana de Valores, lo cual agiliza su análisis y mejora la coordinación entre ambas instituciones.

En lo que respecta al contenido de los prospectos de colocación, se definieron los temas que deben abordarse en los mismos, estableciéndose requisitos detallados para cada tema y adicionalmente se incorporó el llamado principio de relevancia, según el cual las emisoras están obligadas a revelar cualquier información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, incluso cuando ésta no se requiere de manera específica.⁹⁹

Como una medida adicional para la protección de los intereses de los inversionistas, la regulación obliga a los participantes en la elaboración del prospecto, como son los consejeros y funcionarios de la emisora, los intermediarios colocadores y otros asesores externos, a firmar cartas de responsabilidad sobre la veracidad de su contenido. Asimismo, con la finalidad de garantizar que este importante documento sea accesible en forma oportuna para cualquier interesado, se aprovechó la tecnología más moderna disponible requiriéndose que los prospectos se difundan por medio de la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores, cuando menos 10 días antes de la oferta pública.

⁹⁹ Esta regulación fue diseñada considerando los acuerdos adoptados por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, del cual la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México forma parte. De tal forma que los prospectos de colocación que elaboran las emisoras mexicanas para llevar a cabo ofertas públicas en México, son consistentes con lo requerido por emisoras extranjeras de los mercados más desarrollados del mundo.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

En 1997 se emitieron disposiciones de carácter general aplicables a la revelación de hechos relevantes, los que se definen como cualquier acto, hecho o acontecimiento capaz de influir en el precio de los valores de una emisora. La regulación faculta a las emisoras para determinar, bajo su responsabilidad, el momento en que divulgarán sus hechos relevantes, siempre que éstos no hayan sido consumados y no existan movimientos inusitados en el Mercado que hagan obligatoria la revelación. En caso de que una emisora opte por diferir la revelación de determinado hecho, éste tiene el carácter de información privilegiada para todos los efectos legales, hasta en tanto no sea difundido.

La Bolsa Mexicana de Valores también está facultada para suspender la cotización de los valores de una emisora, para garantizar que el mercado esté adecuadamente informado.

A finales de 1999, se modificaron las circulares relativas a la revelación de información para ofertas públicas y de información periódica, con el fin de requerir que las emisoras revelen su grado de adhesión a dicho código, obligación que deberán cumplir todas las emisoras a partir del año que entra, y que ya están cumpliendo aquellas que están llevando a cabo ofertas públicas durante ese año. La revisión integral del régimen regulatorio aplicable a las emisoras contemplo la entrega de información periódica por parte de las emisoras, dentro de las que se incluye los reportes trimestrales y anuales. Se requiere a las emisoras la presentación de un reporte anual en el cual se revelará información similar a la que se incluye en los prospectos de colocación, consistente con estándares internacionales.

Es un hecho que este documento será útil para los inversionistas, al incluir información de carácter cualitativo que actualmente sólo se tiene disponible cuando se llevan a cabo ofertas públicas, y también será útil para las emisoras, al facilitar los procesos de autorización de ofertas públicas subsecuentes, ya que la información contenida en dicho documento que no haya sufrido cambios

relevantes al momento de la oferta, podrá ser incorporada por referencia al prospecto de colocación correspondiente.

La nueva regulación le otorga facultades a la bolsa en caso de que las emisoras incumplan con sus obligaciones de entrega de información periódica, fortaleciéndose así la autorregulación como sucedió en el caso de los hechos relevantes. Reconociendo que no puede existir un mercado ordenado sin información, se prevé incluso la suspensión en la cotización de los valores de empresas incumplidas. Asimismo, la regulación amplía el uso del Emisnet¹⁰⁰ para la entrega de todo tipo de reportes por parte de las emisoras.

Como consecuencia del interés manifestado por empresas extranjeras para llevar a cabo las ofertas públicas de sus valores en nuestro mercado, se establecen requisitos de revelación de información con la que éstas deben cumplir al momento de la oferta, y de forma permanente. Estas nuevas disposiciones sientan las bases para que una empresa del exterior pueda realizar una oferta pública y cotizar en nuestro mercado, cumpliendo con reglas similares a las que se fijen a las emisoras nacionales, e incluyendo el principio de que cualquier información que presenten al público en general en su país de origen o en otro indicado, deberá presentarse de forma simultánea en México.

Durante los últimos diez años, la negociación de valores en México ha venido utilizando sistemas automatizados, que se convirtió en la norma internacional, incluso los pisos de remate con mayor tradición, como la Bolsa de Valores de Nueva York, incorporaron plataformas operativas automatizadas, a través de las

¹⁰⁰ La tecnología también fue aprovechada en el tema de hechos relevantes al crearse la red electrónica de comunicación denominada Emisnet, a través de la cual las emisoras envían sus hechos relevantes a la Bolsa Mexicana de Valores y ésta a su vez disemina la información de forma inmediata en sus propios sistemas, tanto a diversos medios de comunicación, a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a través de correos electrónicos a las personas que lo soliciten. Esta regulación de hechos relevantes generó avances de importancia en materia de autorregulación, ya que responsabiliza a funcionarios de alto nivel de las emisoras de su adecuada divulgación y faculta a la Bolsa para requerir la revelación de hechos relevantes ante movimientos inusitados de los valores o rumores en el mercado, así como la aclaración de que cualquier hecho que hubiese dado a conocer previamente

cuales se concerta la mayoría de sus operaciones. La negociación electrónica permite incrementar la transparencia, mejorar las tareas de auditoria y reducir los costos de transacciones asociados con las operaciones con valores; elementos que contribuyen favorablemente a la protección de los intereses de los inversionistas y hacen que el mercado sea más atractivo¹⁰¹.

Con el propósito de procurar la liquidez de los valores cotizados en el mercado, se revisaron los requisitos de listado y mantenimiento aplicables a emisoras. Los nuevos requisitos se aplican a series individuales y se separan los requisitos de inscripción en el Registro Nacional de Valores Intermediarios de los del listado en la Bolsa. De esta forma, sólo cotizarán aquellos valores que cuenten con una liquidez adecuada y se suspenderá la cotización de las acciones que no cumplan con los requisitos del listado, sin que las emisoras queden exentas de sus obligaciones de revelación de información¹⁰².

Cabe señalar que el nuevo régimen da cabida al listado a nuevas empresas, ya que permitir excepciones a los requisitos de historial de operación y utilidades, siempre que se cuente con la opinión favorable de la Bolsa en cuanto al potencial de crecimiento de la empresa. Los fondos de recompra de las emisoras juegan un

¹⁰¹ La nueva regulación requiere que todas las órdenes de tamaño normal que las casas de bolsa reciben de sus clientes, sean enviadas una por una al libro centralizado de la Bolsa a más tardar a los 20 minutos de haber sido recibidas. De esta forma, la mayoría de las órdenes queda a la vista de todos los participantes, lo que se traduce en una mayor profundidad y transparencia del mercado. Asimismo, la asignación de operaciones se lleva a cabo de forma inmediata al celebrarse una operación, ya que las posturas en la Bolsa se identifican plenamente con las órdenes que les dieron origen. Las nuevas reglas permiten a las Casas de Bolsa recibir las órdenes de sus clientes a través de Internet para enviarlas a la Bolsa y ejecutarlas de forma prácticamente inmediata. Adicionalmente, se liberaron los candados que existían para que las casas de bolsa pudieran actuar como contraparte en operaciones con sus clientes, lo que aunado a la asignación directa de operaciones, les permite a los intermediarios actuar como formadores de mercado, manteniendo posturas de compra y venta en todo momento.

¹⁰² Se supone que este cambio facilita la entrada a empresas medianas porque gozarán de un mayor seguimiento por parte de analistas y operadores, evitando que caigan en una clasificación que en ocasiones, de forma equivocada, se interpretaba como un mercado de segundo nivel. Asimismo, se considera que los requisitos de los listados actualmente fueron diseñados para dar entrada al mercado a empresas medianas; lo que haría pensar que actualmente el de la mediana empresa no sólo no desapareció sino que se fortaleció. Esta afirmación es relativa, pues en todo caso el mercado accionario de la mediana empresa se incorporó a la misma plataforma operativa del mercado principal dominado por las grandes empresas, con lo que se sitúa en una situación de desventaja en la competencia por recursos accionarios



papel importante como proveedores de liquidez en nuestro mercado. Sin embargo, éstos deben ser cuidadosamente regulados dados los conflictos de interés que pueden presentarse en su operación. Por este motivo, en los próximos días será emitida una nueva circular que busca dar mayor transparencia a las operaciones de recompra, al establecer requisitos de revelación de información y requerir la participación de los consejos de administración de las sociedades, en el desarrollo de políticas aplicables a sus actividades de recompra.

Desde 1997 se cuenta con regulación aplicable también a empresas que administran mecanismos tendientes a facilitar operaciones con valores, llamados comúnmente brokers, los cuales hacen más eficiente la comunicación entre intermediarios en la celebración de operaciones con instrumentos de deuda. Actualmente operan siete empresas de este tipo, que fomentan la transparencia en las operaciones y una mejor formación de precios. La adecuada valuación de instrumentos financieros es necesaria para que los intermediarios estén en condiciones de revelar su verdadera situación financiera y administrar sus riesgos; mientras que es indispensable para que los inversionistas de las sociedades de inversión entren y salgan de la sociedad a precios justos. Con este propósito se estableció un esquema de valuación con mayor grado de transparencia, independencia, así como con la flexibilidad necesaria para adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado, es el de proveedor de precios. En este sentido, a mediados del año pasado se emitieron las disposiciones aplicables a esta figura y durante los primeros meses de este año fueron autorizados cuatro proveedores de precios. En estos momentos las instituciones financieras ya han celebrado contratos con estos proveedores y se encuentran implementando los procesos de envío y recepción de información, para que a partir del primero de noviembre comiencen a evaluar de manera obligatoria los instrumentos financieros en sus carteras y portafolios de inversión, utilizando los precios proporcionados por los proveedores.

Por otro lado, el enfoque regulatorio que se implementó para los proveedores de precios, acorde con tendencias internacionales, fue uno en el cual predominará la autorregulación, lo cual permitirá que las instituciones financieras y demás usuarios de la figura participen en el desarrollo de la misma al discriminar entre metodologías y servicios, contratado al proveedor que mejor cumpla con lo ofrecido.

En el mismo sentido, esto es, de dar seguridad, confianza y transparencia el mercado bursátil, y como respuesta a las necesidades de inversión y cobertura de los distintos participantes en el mercado, en diciembre de 1996 las autoridades financieras emitieron las reglas y las disposiciones prudenciales para la creación de un mercado de derivados, cuyo objetivo fundamental es actuar como un mercado de protección y cobertura del riesgo. . El Mercado de Derivados inició operaciones en diciembre de 1998 con contratos de futuros sobre el dólar, únicamente con participantes por cuenta propia; en abril de 1999, se iniciaron operaciones por cuenta de terceros, y se comenzaron a negociar futuros sobre el índice de la Bolsa Mexicana de Valores. A finales de mayo de 1999 se comenzaron a negociar futuros sobre Cetes y TIEE, y a finales de julio del mismo año se iniciaron operaciones con futuros sobre las acciones más bursátiles del Mercado de Valores. En el mercado participan cinco socios liquidadores y 24 socios operadores.

Como hemos visto, el proceso en materia de normatividad ha avanzado en nuestro sistema financiero, como una respuesta más al proceso de globalización internacional de los mercados financieros que a los requerimientos de crecimiento de nuestra economía. Una tendencia que se reforzó con dichas medidas fue la creciente participación de la intermediación del mercado de valores (titularización), en tanto que las operaciones de sector bancario han venido disminuyendo. Con lo que la tendencia de la desintermediación del sistema bancario no se detendrá, pues el proceso de titularización de los activos financieros tanto privados (fondos de pensiones) como públicos continúa creciendo; es decir, las formas tradicionales

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

de financiamiento sustentadas en el crédito bancario están perdiendo importancia relativa frente a otros tipos de financiamiento. Este proceso es mucho mayor en los países desarrollados con mercados financieros avanzados y homogéneos, que en los países en vías de desarrollo, donde estos mercados todavía están fragmentados y son heterogéneos, que es el caso del sistema financiero mexicano, a pesar (o quizá como efecto de ésta) de la desregulación se ha aplicado.

La intensa búsqueda de recursos financieros complementarios para apoyar la acumulación de capital de los países en desarrollo, que condujo a aplicar políticas de desregulación y liberalización financiera en los países en desarrollo, que estimularon el proceso de bursatilización de los recursos bancarios, con lo se incremento la liquidez internacional y las operaciones de administración de riesgos financieros y de mercado, al acudir directamente a los mercados de valores líquidos, fundamento de los mercados de futuros de derivados¹⁰³

Así, las emisiones de papel comercial, aceptaciones bancarias, obligaciones, acuerdos de recompra bursatilizadas están convirtiéndose en los instrumentos financieros por excelencia de los tesoros corporativos. A finales de la década de los ochenta las empresas encontraron una combinación amplia y ventajosa alternativas de financiamiento, pues actualmente el tesoro de una empresa madura puede negociar toda su posición financiera 24 horas al día mediante sistemas de terminal conectados con sistemas similares a los utilizados por los bancos. Por su parte, los bancos de inversión y las casas de corresponsalía pueden emitir instrumentos de deuda garantizada que aprovecha prácticamente cualquier mercado de capital en cualquier divisa, instrumentos negociables a escala mundial, con posibilidades de arbitraje entre cualquier opción de una gama de alternativas siempre crecientes.

¹⁰³ Pihon, Dominique, "Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas neoliberales. Algunas referencias keynesianas", en François Chesnais (comp.), La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío, en, Editorial Losada, Argentina. 2001, pág. 127.

A esto hay que añadir los importantes montos de recursos poseídos por los fondos de pensiones para el retiro de los trabajadores, los fondos mutuos y del mercado monetario, que están depositando fuera del sistema bancario, aprovechando los spreads favorables que existen actualmente¹⁰⁴.

Por su parte, en el mercado de valores han surgido nuevos instrumentos que presentan un crecimiento impresionante, tal como es el ejemplo de los productos derivados (swaps, opciones, forwards), las operaciones de obligaciones contingentes, y diversos activos financieros que están tomando la forma de valores líquidos a través de la bursatilización¹⁰⁵.

La desregulación y modernización del sector bursátil mexicano, permitió el desarrollo del mercado de capitales gracias a la introducción de nuevos productos y servicios, como los derivados; sin embargo la concentración de las operaciones en el mercado de dinero sigue siendo la característica predominante del sector bursátil. Ello queda de manifiesto; por una parte, en el reducido número de empresas que cotizan en el mercado accionario y por el otro, en el alto volumen que representan los valores gubernamentales en el mercado de dinero, como consecuencia de los altos flujos de capital externo a nuestro país.

¹⁰⁴ Tal es el caso de la cuenta de administración de fondos de Merrill Lynch, así como de los papeles bursatilizados en la forma de mortgage backed securities y asset backed securities, que presentan atractivos diferenciales de tasas de interés respecto a los depósitos bancarios y a la tasa libre de riesgo.

¹⁰⁵ Por ello, no es sorprendente que la función de calificación crediticia este siendo adsorbida por firmas privadas especializadas como Moody's, Delph, Standard and Poor's, IBCA y otras, en detrimento de los bancos.

CONCLUSIONES

Hacia finales de la década de los setenta la economía mexicana registró un importante crecimiento derivado del auge petrolero; sin embargo dicho crecimiento no contribuyó a la disminución de la brecha heterogénea que caracteriza a la economía mexicana tanto a nivel inter como intrasectorial. Por el contrario, la "petrolización" del crecimiento económico profundizó los desequilibrios estructurales de la economía al generar un alto déficit público y comercial; y alimentar las presiones inflacionarias, y sostenerse en una elevación de la deuda externa.

En 1982 la economía enfrentó una grave crisis, debido al deterioro del sector externo provocado por la caída en el precio internacional del petróleo y el aumento de la tasa de interés internacional. La consiguiente incertidumbre propició una fuga de capitales que profundizó los desequilibrios macroeconómicos. El sector financiero se vio seriamente afectado por la disminución de los depósitos como consecuencia de las dificultades de pago que enfrentaron las empresas altamente endeudadas, así como por las presiones que sobre el crédito ejercieron los sectores públicos y privado ante el recrudecimiento de sus problemas. La economía en su conjunto, sufrió los efectos de la desarticulada estructura productiva, incapaz de incrementar el ahorro interno y generar las divisas necesarias para financiar el crecimiento económico.

La nacionalización de la banca en septiembre de 1982, junto con la inconvertibilidad de la moneda, representaba dos fuertes condicionantes para la política de ajuste que implementaría Miguel de la Madrid. Por ello, se da marcha atrás en la nacionalización de la banca, con la restitución de la intermediación financiera al sector privado y el restablecimiento de la convertibilidad de la moneda, con esta división y posteriormente con la profundización del proceso de privatización y desregulación del sistema financiero que se implementa en 1988, se estaba renunciando a la posibilidad de aplicar una política económica que

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

recuperara el crecimiento económico, el empleo y una mejor distribución del ingreso.

Las primeras medidas tendientes a desregular el sistema financiero, que se dieron en 1985 con la reducción de 50 a 10 % la tasa de encaje legal, así como la desincorporación en 1986, de las aceptaciones bancarias de la base de los recursos financieros del gobierno federal, generaron una mayor reducción en el monto del encaje legal. Ello repercutió directamente en la actividad productiva al contraer el financiamiento de largo plazo, mientras que paralelamente estimulaba la inversión de corto plazo, especulativa y de alto riesgo que dinamizó y expandió el mercado bursátil como lo mostró la crisis de la Bolsa de Valores en 1987.

La política económica del periodo 1988-1994 mantuvo un rasgo común con la implementada en el sexenio anterior, la desregulación económica. Aunque esta se aceleró y concluyó con la venta final de la banca comercial, la casi total apertura comercial y la venta de las empresas paraestatales, además de la aplicación de políticas destinadas a controlar la inflación. Se liberalizó la tasa de interés, se suprimió la política de encaje legal, para terminar la privatización de la banca. Finalmente se otorgó la autonomía al Banco de México, para asegurar la continuidad de la política económica, se firmó el Tratado de Libre comercio con América del Norte (TLCAN).

En cuanto a los instrumentos de la política económica, la política monetaria se basó en la fijación del tipo de cambio combinado con, de una tasa de interés flexible, considerada esta última como la variable que "equilibraría" la entrada y salida de capitales. Se supuso que las reformas conjuntamente con la política monetaria y la renegociación de la deuda, constituían una base sólida para el crecimiento económico, ya que ahora el mercado tomaría las decisiones; sin embargo, la crisis de 1994 mostró todo lo contrario.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

La liberalización financiera generó una rápida burzatilización de los títulos y valores financieros, propiciando que los bancos disminuyeran el flujo de créditos, situación que inyectó vulnerabilidad al sistema financiero al tomar auge las operaciones especulativas. Así, la división entre intermediarios bancarios y no bancarios, siendo el más afectado el primero como consecuencia de las políticas antiinflacionarias basadas en el anclaje del tipo de cambio, (con lo que el gobierno pretendía lograr estabilidad en los precios internos, la competitividad en las exportaciones y solvencia en el sector bancario), generó un proceso de desintermediación bancaria.

La disponibilidad de recursos externos que se dio en 1989, y que se acelera en 1991-1993, como respuesta en gran medida a factores externos, permite posponer ajustes necesarios en el tipo de cambio. De la misma forma dicha disponibilidad de recursos obligaba a mantener altas tasas de interés internas, limitando el manejo de la política monetaria a pesar de la autonomía del banco central. Es decir, este puede intentar mantener diferenciales de tasas de interés con el exterior adecuados a la evolución del tipo de cambio real; es decir, a modo de lograr la paridad de tasas de interés; y sin embargo obtener resultados inconsistentes, dependiendo de las circunstancias particulares por las que atraviesen los mercados financieros internacionales. En este contexto, quedó demostrado que el postulado neoclásico de aumentar la tasa de interés para estimular la captación bancaria y la inversión no tiene efectos positivos sobre esta última, debido a que los altos niveles de endeudamiento interno terminan por aumentar los problemas financieros de los sectores públicos y privados. Esto es así debido a que para no comprometer su capacidad de pago, el sector público se ve obligado a disminuir su inversión y gasto; en tanto que el sector privado restringe su inversión con el objetivo de cumplir con sus compromisos financieros, en consecuencia la inversión disminuye tanto por insolvencia financiera como por el encarecimiento de la misma. Aunque pueda flexibilizarse la represión financiera, a partir de las altas tasas de interés, la actividad productiva no se reanima debido a las consecuencias del alza de la tasa de interés sobre la toma de decisiones de inversión.

En una economía con altos niveles de endeudamiento tanto del sector público como del privado, los movimientos de la tasa de interés son cruciales en el comportamiento de la inversión. Por lo tanto, es imposible afirmar que el nivel de esta tasa no afecta la inversión, tal como aseguran los teóricos neoclásicos. En su propósito de estimular inversión y crecimiento, la política de aumento de la tasa de interés termina por causar mayores problemas financieros y productivos en la economía. Ello, además de representar un alto costo para la economía, mantiene latente las presiones sobre el sector financiero, evidenciando la incongruencia del alza de la tasa de interés para alcanzar la estabilidad del sistema financiero. Así en busca de favorecer al sector financiero y mantener la libre movilidad del capital, se aplican políticas que atentan contra las bases reales de acumulación de capital, con lo que se impide a su vez, la estabilidad financiera buscada.

La política de altas tasas de interés como instrumento para alcanzar una mejor asignación de recursos, en la perspectiva de elevar la productividad y retomar el crecimiento económico, queda en entredicho ante el lento crecimiento y la nula generación de empleos. En efecto al agudizarse los problemas productivos persisten las presiones sobre los precios y los equilibrios macroeconómicos. La asignación de recursos a que conllevan los mecanismos del mercado no aseguraron la estabilización de los precios ni establece las condiciones para un crecimiento sostenido en la economía; reduciendo la temporalidad de la captación bancaria al corto plazo como respuesta a la política de elevación de la tasa de interés. De esta forma, el efecto en la reducción del crecimiento de la inversión originada por el alza de la tasa de interés, termina por debilitar y reducir el efecto primario de tal política sobre fomento al ahorro interno.

Cabe señalar que esta situación no cambió en el primer año de la administración de Vicente Fox; esto es, la combinación de altas tasas de interés acompañada de un tipo de cambio sobrevaluado, siguió siendo la estrategia para mantener la estabilidad macroeconómica. Para el segundo semestre del 2002, el Banco de México induce la disminución de las tasas de interés a través de una política

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

monetaria conservadora (operaciones de mercado abierto, corto monetario, etc.) no obstante dadas las expectativas inciertas sobre el comportamiento de la economía nacional, y ante la falta de una política económica coherente por parte del gobierno; los inversionistas tanto nacionales como extranjeros no han respondido con mayores niveles de inversión.

La acusada reducción del nivel de ahorro interno que se venía observando desde principios de la década de los ochenta, se vio agravada por la desregulación financiera, que desvió la acumulación de capital al sector financiero e inmobiliario, cuyo crecimiento a lo largo de la década de los noventa, excedió ampliamente al resto de los sectores económicos; además de expandir en general, el crédito al sector privado, y en particularmente el destinado al consumo.

En el ámbito macroeconómico, la entrada masiva de inversiones de cartera de corto plazo representaba un factor de creación endógena de dinero debido a la posibilidad de monetización, lo que genera presiones inflacionarias al expandirse el circulante. Esto obligó al Banco de México a aplicar políticas de esterilización monetaria que buscaron anular aquél efecto expansivo de la inversión extranjera mediante la colocación de deuda pública interna. Dicha medida si bien permitió la acumulación de reservas internacionales, también representa una fuerte carga para el gasto público, dado el alto costo del servicio de la misma. Mecanismo que se explica por el atractivo rendimiento que en términos de dólares, ofrecían los títulos públicos, y en particularmente los CETES en comparación con colocaciones similares en Estados Unidos. De hecho, estos flujos de capitales se mantuvieron aún después de que las tasas de interés en los Estados Unidos se incrementaron en 1992, debido a que los rendimientos de los títulos públicos mexicanos seguían siendo más altos, en particular los Tesobonos que además contaban con cobertura cambiaria. Pero, además se había establecido una articulación entre este mercado con el espacio accionario, que les permitió a los inversionistas extranjeros utilizar el mercado de títulos públicos como el espacio seguro y altamente rentable para invertir sus fondos cuando realizaban una toma

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

de utilidades accionarias, en tanto que esperaban nuevas oportunidades de inversión en acciones. En consecuencia, existiría una relación entre la sobrevaluación de los flujos de capital externos en el mercado accionario de México y la expansión de mercado de títulos de deuda pública, lo que explica que en este último, se expandieran las colocaciones de títulos públicos siguiendo las fluctuaciones del mercado accionario, con lo cual se retenía en el país las inversiones extranjeras de cartera, y se evitaban presiones en el sector externo de la economía.

La articulación entre el flujo de inversión extranjera de cartera y las políticas monetaria y cambiaria que el gobierno instrumentó para mantener la estabilidad macroeconómica generó contradicciones que condujeron a la gestación de fuertes desequilibrios monetario-financieros. Por una parte, a nivel macroeconómico, la entrada masiva de flujos de capital, se convirtió en un mecanismo de creación endógena de dinero, debido a la monetización de estos, que introdujeron presiones inflacionarias en la economía con el incremento del circulante. Situación que obligó al Banco de México a aplicar políticas de esterilización monetaria que buscaba anular el efecto monetario en la inflación y, al mismo tiempo, fortalecer las reservas que a su vez, permitieron mantener un tipo de cambio sobrevaluado. En consecuencia, la endogenización de los flujos de capitales externos restringe el alcance de instrumentos monetarios tradicionales, como las variaciones en las tasas de interés y los controles cuantitativos del crédito interno para controlar la oferta monetaria. Los flujos de capitales externos elevan la liquidez de la economía, lo que obliga a manipular la tasa de interés a través de operaciones de mercado para controlar el crédito y evitar que la demanda agregada se eleve. Sin embargo, en un contexto de desregulación financiera este proceso es muy complejo porque al mismo tiempo esta tasa es un instrumento para atraer y retener los flujos de capitales externos; que además requiere de una adecuada combinación entre la tasa de interés y el tipo de cambio. De tal manera que, asegure la competitividad de los rendimientos en dólares para los inversionistas extranjeros. Por otro lado, este manejo de la tasa

de interés real y de la tasa de cambio por parte del banco central, afecta negativamente la producción y la competitividad internacional de las empresas locales, pues alienta una dinámica de costos financieros adversos para las mismas.

Esta situación generó fuertes tensiones entre la apertura externa, al usar el tipo de cambio como "ancla" para la estabilización, y la tasa de interés real como variable para estimular la inversión extranjera en el país. Este fue el mecanismo explosivo de altas tasas de interés y amenaza devaluatoria, que finalmente estalla en diciembre de 1994.

Es cierto que los efectos de la estabilización macroeconómica y cambio estructural se reflejaron de manera positiva en casi todas las variables macroeconómicas; la inflación disminuyó de alrededor de 160% anual en 1987 a cerca de 8% en 1993; el déficit público, que alcanzó niveles del más de 16% del PIB en 1982, había desaparecido, alcanzando un pequeño superávit en 1993; y la deuda neta consolidada del sector público con el Banco de México se redujo drásticamente de 74.4% del PIB en 1987, a poco más de 22% en 1994; sin embargo, no todas las variables reflejaban el mismo optimismo; el PIB creció en 1992-1993 a un promedio anual de 1.75%, en contraste con el crecimiento promedio anual de 3.8% que registró en el período 1989-1991, el déficit en cuenta corriente mostraba un crecimiento acelerado, que paso de 1.4% del PIB en 1988, a 7.7% en 1994, en tanto que las tasas de ahorro interno venían disminuyendo significativamente.

El proyecto modernizador vía privatización de empresas paraestatales, generó nuevas condiciones económicas, en el mismo sentido actuó la política de pactos que buscaba terminar con los desequilibrios macroeconómicos para mantener la estabilidad cambiaria y de precios, pero estas medidas no provocaron los resultados esperados en términos de crecimiento económico. La crisis de diciembre de 1994 lo dejó en evidencia; devaluación del peso, una imparable fuga de capitales y el práctico agotamiento de las reservas internacionales. El

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

sobreendeudamiento de la economía y el crecimiento acelerado del déficit en cuenta corriente, volvieron insostenible la política cambiaria. Los flujos de capitales del exterior se interrumpieron como resultado de la agravación de los desequilibrios internos acumulados; la sobrevaluación de la moneda; el incremento de las tasas de interés en Estados Unidos, precipitaron los desequilibrios. Aunado a esto, y como parte de la misma política económica la crisis del sistema político mexicano manifestada en las pugnas en el seno del partido gobernante, los magnicidios políticos y el levantamiento armado en Chiapas.

La liberalización financiera interna y la internacional van de la mano, en el sentido de que puede resultar contraproducente poner "frenos" a las transacciones financieras internacionales. Además, los cambios en la tecnología de la información y la comunicación hacen más difícil restringir las transacciones; sin embargo, ello no significa que sea imposible diseñar un marco normativo para las nuevas transacciones internacionales que tengan como objetivo mantener la eficiencia en la intermediación financiera doméstica. Lo que supone la creación de una infraestructura institucional que refuerce y regule las prácticas de manejo de riesgos de los bancos y la formación de supervisores autónomos que provocan situaciones de fragilidad en las instituciones financieras.

La liberalización financiera mundial junto con el crecimiento de los flujos de capitales a nivel internacional, exige la implementación de políticas financieras internas responsables tendientes a reforzar el marco normativo e institucional de los sistemas financieros nacionales. En otras palabras, la política financiera como parte de las políticas macroeconómicas debe tener como objetivo estimular la movilización eficiente de los ahorros y la distribución productiva de la inversión, al mismo tiempo debe permitir una relación equilibrada entre el consumo y la diversificación de la cartera. Dado que los mercados financieros son imperfectos, debido a las asimetrías en la información, la elaboración de políticas financieras adecuadas a un escenario internacional caracterizado por la alta movilidad en los

flujos de capitales, se ha vuelto una condición necesaria para evitar las crisis sistémicas.

Al respecto México tiene mucho camino por recorrer, no sólo respecto al marco institucional sino también en materia de legislación y regulación financiera.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

BIBLIOGRAFÍA

ASPE A. Pedro.(1992). "Estabilización macroeconómica y cambio estructural. La experiencia de México (1982-1988)", en Carlos Bazdresch, et. al., (compiladores), "México. Auge, crisis y ajuste", Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México.

_____. (1993). "El camino mexicano de la transformación económica", Editorial Fondo de Cultura Económica, México

AYALA Espino José. (2001) "Estado y Desarrollo. La formación de la economía mixta mexicana en el siglo XX", Editorial Facultad de economía-UNAM, México.

BASAVE Kunhardt, Jorge. (1995) "El capital financiero nacional e internacional: sustento del modelo neoliberal mexicano". Momento Económico, Vol. 26, núm. 102, julio-septiembre.

BENDESKY B. León y Godínez, L. V. Manuel. (1991). "Liberalización financiera en Chile, Corea y España. Experiencias útiles para México", editado por IMEF, México.

BONILLA Sánchez, Arturo. (1995). "México: la primera gran crisis en la globalización financiera". Momento Económico. Vol. 26, núm. 102, julio-septiembre.

CALVA, J. Luis. (1976). "Liberalización de los Mercados Financieros", Editorial Juan Pablos, México.

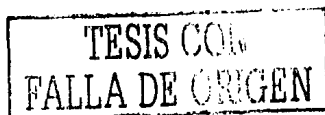
_____. (1997). "Fobaproa: una alternativa de solución", Momento Económico núm. 114, julio-septiembre.

_____. (1996). "Propuesta de solución de la crisis bancaria y de los deudores". Momento Económico. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre.

_____. (2000). "Más allá del neoliberalismo", Editorial Plaza y Janes, México, 2000

CASTELLS, Manuel. (1998). "La era de la información. La sociedad red", Tomo I, Editorial Siglo XXI, México.

CHÁVEZ Jacqueline, KLAUS P., Fischer y Edgar Ortiz. (1996). "Liberalización financiera y solvencia bancaria: un estudio comparativo de América Latina y Asia". Momento Económico. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre.



CHESNAIS, F. (comp.) (1999). "La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío", Capítulo I, Editorial Losada, Argentina.

CLAVIJO, F. y Valdivieso, S. (1992). "Reformas estructurales y política macroeconómica", en Carlos Bazdresch, et. al., (comps.), México. auge, crisis y ajuste, Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México.

CORDERA, R. y Ayala, J. (1992). "Estado y privatización: Una aproximación a la experiencia mexicana", en Carlos Bazdresch, et. al., (comps.), México. Auge, crisis y ajuste, Tomo III, Editorial Fondo de Cultura Económica, México.

CORREA, Eugenia. (1997). "Crisis y rescate bancario: Fobaproa", núm. 114, julio-septiembre.

_____. (1997). "Los mercados financieros y la crisis en América Latina", Editorial IIEC. México.

CHESNAIS, François. (comp.), (2001) "La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío", Editorial Losada, Argentina.

DE BOYER J., Gutiérrez A, Solís Rosado R. (1998). "Bancos y Crisis Bancaria", Editorial UAM-Iztapalapa.

DUSSEL, Peters E., (1997) "La economía de la polarización. Teoría y evolución del cambio estructural de las manufacturas mexicanas (1988-1996)", Editorial JUS- UNAM, México.

EICHENGREEN, B. (2000). "Hacia una Nueva arquitectura Financiera Internacional. Propuesta después de la Crisis Asiática", Oxford University Press, México.

EJEA Guillermo. (1991). "Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990", Editorial UAM Azcapotzalco, serie de economía, México.

ESTAY, Reyno J. (2000). "La globalización financiera. Una revisión de sus contenidos e impactos", en J. Antonio Ibáñez A. (coordinador), Subdesarrollo, mercado y deuda externa. Paradojas de la economía mexicana, Editorial Universidad Iberoamericana-Centro de Estudios de Investigación del Sudeste, México.

FRY, J. Maxwell. (1990). "Dinero, interés y banca en el desarrollo económico", Editorial CEMLA- FELABAM, México.

GARRIDO Celso y Peñalosa W.T. (1996). "Ahorro y sistema financiero mexicano", Editorial UAM Azcapotzalco-Grijalbo, México.

GIRÓN, Eugenia y Correa, Eugenia. (1998). "Crisis Financiera: mercado sin fronteras", Editorial IIEC-ediciones el Caballito.

_____. "Crisis Bancaria y carteras vencidas", UAM-IIEC, México.

GUTIÉRREZ Pérez Antonio. (1995). "Transiciones Financieras y TLC", Ed. Ariel Economía, México.

HUERTA G. Arturo. (1998). "Liberación e inestabilidad económica en México", Editorial Diana, México.

_____. (1999). "La política neoliberal", Editorial Diana, México

_____. (1998). "La globalización causa de la crisis asiática y mexicana", editorial Diana, México.

_____. (2000). "Carteras vencidas", Editorial Diana, México.

IBÁÑEZ A. J. Antonio (coordinador) (2000), "Subdesarrollo, mercado y deuda externa. Paradojas de la economía mexicana", Editorial Universidad Iberoamericana-Centro de Estudios de Investigación del Sudeste, México.,

LEÓN I, Oscar y Pacheco L. Daniel. (1995). "Evaluación del sistema financiero mexicano". Momento económico. Vol. 26, núm. 101, abril-junio.

LEVY Orlik, Noemí. (1999). "Desregulación financiera: efecto sobre el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México". Momento Económico, núm. 119, octubre-diciembre.

LÓPEZ González Teresa S. (2001). "Fragilidad financiera y crecimiento económico en México", Editorial Plaza y Valdés-UNAM, México 2001.

MANRIQUE Campos, Irma. (1994). "América Latina: reestructuración financiera y autonomía de la banca central". Momento Económico. Vol. XXV, núm. 99, octubre-diciembre.

_____. (Coordinadora). (2000). "Arquitectura de la crisis financiera", Editorial IIEC-UNAM, México.

_____. (1996). "Carteras vencidas: grave desorden financiero". Momento Económico. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre 1996.

_____. (1995). "El Banco de México y la política monetaria". Momento Económico. Vol. 26, núm. 101, abril-junio.

_____. (1995). "El signo financiero en la Economía mexicana en los últimos veinticinco años". Momento Económico. Vol. 26, núm. 100, enero-marzo.

_____. (1994). "El sistema financiero mexicano: vicisitudes y perspectivas". Momento Económico. Vol. XXV, núm. 98, julio-septiembre.

_____. "Fobaproa: un gigante paraestatal". Momento Económico. núm. 114, julio-septiembre.

_____. (1995). "Liquidez, solvencia y crisis". Momento Económico. Vol. 26, núm. 102, julio-septiembre.

MÁNTEY de Anguiano, Guadalupe y Levy, Orlik Noemí. "Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano". Editorial UNAM-DGAPA-ENEP-ACATLAN.

MÁNTEY de Anguiano, Guadalupe. "De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático, Editorial UNAM-ENEP-ACATLAN.

_____. (1996). "Efectos de la liberalización financiera sobre la deuda pública de México", mimeo, UACPyP/UNAM, México.

_____. (1998) "La estrategia anti-inflacionaria del Banco de México ante la desregulación financiera internacional", en Diana R. Villarreal G. (comp.), Política económica y crisis financiera en México, Editorial UAM_Xochimilco, México.

_____. (1996). "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva". Problemas del Desarrollo. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre.

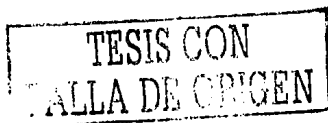
MARCHINI, Genevieve, W. (1994). "La liberalización Financiera en Corea del Sur y en México: Esbozo de un Análisis Comparativo", México.

_____. (2000). "Reformas financieras y crisis bancaria en Corea del Sur". Momento Económico. núm. 123, octubre-diciembre.

MCKINNON Ronald. (1973). "Dinero y Capital en Economías en Desarrollo", Editorial Washington Brookings Institution.

Monetaria Vol. XVI, No. 1, enero marzo de 1993, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

MORERA Camacho, Carlos. (1995). "Los grupos de capital financiero en México. Transformaciones en la apropiación privada de la riqueza social: a un cuarto de siglo". Momento Económico. Vol. 26, núm. 100, enero-marzo.



NUÑO Lara, Jorge. "¿Es persistente la volatilidad de los rendimientos en exceso de la Bolsa Mexicana de Valores?". En Problemas del desarrollo, núm. 119, octubre-diciembre de 1999.

ORNELAS, Delgado Jaime. (1994). "Neoliberalismo y ocupación del territorio en México". Momento Económico. Vol. 26, núm. 99, octubre-diciembre.

ORTIZ Martínez G. (1994). "La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Una visión de la modernización de México", Editorial Fondo de Cultura Económica, México.

ORTIZ Wadgyamar, Arturo. (1994). "Impacto del modelo neoliberal sobre la macrocefalia de la Ciudad de México. Reflexiones". Momento Económico. Vol. 25, núm. 98, julio-septiembre.

PINO Hidalgo, Enrique. "Rescate de la banca en México y propuestas alternativas de reestructuración de pasivos". Momento Económico. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre 1996.

REYNOLDS, Clark W. (1992). "¿Una generación pérdida?. Por qué el desarrollo latinoamericano depende del crecimiento. Solución al problema de la transferencia negativa de recursos", en Carlos Bazdresch, et. al., (comps.), México. Auge, crisis y ajuste, Tomo II, Editorial Fondo de Cultura Económica, México.

ROS, Jaime. (1988). "Del auge petrolero a la crisis de la deuda. Un análisis de la política económica en el período 1978-85", en Rosemary Thorp y Lawrence Whitehead (editores), La Crisis de la Deuda en América Latina, Editorial Siglo XXI, México.

SÁNCHEZ Daza A. (1997). "Futuro de la Política Monetaria y Financiera", Editorial UAM-Azcapotzalco, México.

SAXE-FERNÁNDEZ, John. (1994). "México: ¿Globalización o inserción colonial?". Momento Económico. Vol. XXV, núm. 96, enero-marzo.

SECRETARÍA DE ECONOMÍA. *Programa Nacional de Fomento a la Industria y al Comercio*

SOLÍS Leopoldo. (1997). "Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI", Siglo XXI editores, México.

_____. (1999). "Fobrapoa y las recientes reformas financieras, Instituto de Investigación Económica y Social Lucas Alamán A.C., México.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Solís, Rosales R., (1998). "La crisis bancaria en México", en Memoria del Seminario sobre: Bancos y crisis bancarias: Las experiencias de México, Francia y Japón, Editorial UAM-Iztapalapa, México.

TARRÍO, María. (1998). "La sociedad frente al mercado", Editorial La jornada-UAM, México.

TELLO, M. Carlos. (1984). "La nacionalización de la banca en México", Editorial Siglo XXI, México.

VILLARREAL González Diana R. (1998). "Política económica y crisis financiera en México". Editorial UAM-Xochimilco, México.

WHITMAN Marina V.N. Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments, en Brookings Papers on Economic Activity, Núm. 3.

ZAPATA Marta, Ricardo. (1994). Globalización: modernidad y desarrollo. Momento Económico. Vol. 25, núm. 96, enero-marzo.

FUENTES ESTADÍSTICAS

Banco de México. Indicadores Económicos, varios años.

Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI). Banco de Información Económica.

Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras. Varios años

Presidencia de la República. *Plan Nacional de Desarrollo 1982-1988.*

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Información Estadística

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

**PAGINACION
DISCONTINUA**

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

GLOSARIO DE TERMINOS Y ABREVIATURAS

ACEPTACIONES BANCARIAS: Son letras de cambio giradas por sociedades mercantiles, aceptadas por una institución de banca múltiple, con base en una autorización de línea de crédito previamente autorizada por dicha institución, cuyo destino es proporcionar recursos de corto plazo para capital de trabajo de la empresa que la gira, de manera que sus vencimientos pueden variar en múltiplos de siete, entre siete y ciento ochenta y dos días.

ADE: Acuerdo de apoyo a deudores

AHORRO: Aquella parte de la renta que no es gastada en los bienes y servicios que forman parte del consumo corriente. Ahorran las personas o unidades familiares cuando reservan parte de su ingreso neto para realizar inversiones o mantenerlo como fondo ante eventualidades diversas. Se habla también, a veces, del ahorro de las *empresas*, para hacer referencia a la parte de los beneficios que no es pagada en impuestos ni distribuida como dividendos entre los accionistas.

AJUSTABONOS: Son títulos de crédito emitidos por el gobierno federal mexicano y colocado en el mercado a través del banco de México para la obtención de recursos a mediano plazo, esto es de tres a cinco años. Que cuentan con el respaldo del mismo gobierno federal y cuyo rendimiento estará referido al valor de adquisición de los títulos y su ajuste conforme a determinado margen por encima del comportamiento que en el plazo de vigencia de los mismos tenga el índice nacional de precios al consumidor, con el fin de proporcionar un rendimiento real al inversionista.

BALANZA DE PAGOS. Aquella parte de las cuentas de una nación, o cuentas nacionales, que contabiliza las transacciones hechas con el exterior. En ella se incluyen los pagos efectuados al extranjero por la adquisición de bienes y servicios, junto con las entradas provenientes del exterior por los mismos conceptos. Como tal, es un sumario estadístico que muestra todas las transacciones externas en las que está envuelto un país durante un período dado de tiempo, un año por ejemplo. No todos los países presentan sus balanzas de pagos de un modo estrictamente semejante, ni designan con idénticos términos a sus partes componentes, aunque existen características generales que siempre suelen respetarse.

BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUCCIÓN Y FOMENTO (BIRF): Conocido generalmente como *Banco Mundial*. Banco internacional de desarrollo, agencia especializada de las Naciones Unidas. Fue creado en 1945, junto con el Fondo Monetario Internacional, como parte de los acuerdos de Bretton Woods signados el año anterior. Inicialmente el Banco tuvo como función primordial proporcionar capital para la reconstrucción de Europa en la posguerra. Actualmente su principal objetivo es asistir financieramente a los países en desarrollo, otorgándoles préstamos cuando no tienen acceso al capital privado o cuando sus términos de financiamiento resultan demasiado onerosos para ellos.

BASE MONETARIA: Término empleado para designar a los activos sobre los cuales, a través del multiplicador monetario, se determina la oferta monetaria total. Ellos corresponden a las reservas internacionales netas, los activos internos y el financiamiento que dan los bancos centrales al gobierno; a ellos hay que restarles los pasivos no monetarios y el capital pagado y reservas del banco central.

BIENES DE CAPITAL: Aquellos bienes cuya utilidad consiste en producir otros bienes o que contribuyen directamente a la producción de los mismos. El concepto engloba así tanto a los bienes intermedios -que forman parte de proceso de producción- como a los bienes de producción en sí mismos.

BOLSA DE VALORES: Mercado de capitales abierto al público donde se realizan operaciones con títulos de libre cotización: acciones, bonos y títulos de la deuda pública, certificados en divisas, etc. La bolsa de valores hace posible la existencia de un mercado secundario, puesto que los inversionistas acuden a ella aportando sus capitales para comprar los títulos ya emitidos por las empresas privadas o el sector público. La existencia de una bolsa de valores permite a las empresas, a su vez, obtener capitales para sus proyectos y su desarrollo.

BONOS AJUSTABLES DEL GOBIERNO FEDERAL (AJUSTABONOS): Son títulos de crédito de largo plazo (3 y 5 años) emitidos por el Gobierno Federal y denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar una tasa de interés en forma trimestral más el capital ajustado por los aumentos registrados en el índice nacional de precios al consumidor, al vencimiento de los títulos, por lo que en términos reales su valor se mantiene constante.

BONOS BANCARIOS DE DESARROLLO (BONDES): Son títulos de crédito emitidos por un banco de desarrollo o sociedad nacional de crédito, colocados en el mercado a través del Banco de México, con objeto de que el emisor obtenga recursos a mediano o largo plazo. Esto es, desde trescientos sesenta y cuatro hasta un mil noventa y dos días, para financiar proyectos de inversión propios de su actividad y cuya garantía es el respaldo absoluto del gobierno federal mexicano, pagando un rendimiento cada veintiocho o noventa y un días, con base en una tasa de referencia más un margen determinado al momento de la colocación en el mercado.

BONOS DE LA TESORERÍA (TESOBONOS): Títulos de crédito (con un valor nominal de 100 dólares de E.U.A.) emitidos por el Gobierno Federal negociables a la orden del Banco de México, los cuales se pueden colocar a descuento o bajo la par, y se amortizan al tipo de cambio libre, vigente en la fecha de pago. Son títulos de crédito denominados en moneda extranjera (dólares estadounidenses) a seis meses o menos, en los cuales el Gobierno Federal se obliga a pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera, en una fecha determinada. Estos títulos de crédito se pueden colocar a descuento y son indexados al tipo de cambio libre de venta valor 48 hrs. que da a conocer la Bolsa Mexicana de Valores en su publicación denominada "Movimiento Diario del Mercado de Valores".

CAPTACIÓN: Con este término se indica la absorción de recursos del público por parte de los bancos u otras instituciones financieras, mediante el pago de un interés o la oferta de ciertos servicios.

CARTERA VENCIDA: Es la parte del activo constituida por los documentos y en general por todos los créditos que no han sido pagados a la fecha de su vencimiento.

CARTERA: Conjunto de valores, títulos y efectos de curso legal que figuran en el activo de una empresa, especialmente financiera, y que constituyen el respaldo de su crédito y de sus reservas convertibles y realizables.

CASA DE BOLSA: Institución privada que actúa en el mercado de capitales, y que opera por una concesión del Gobierno Federal. Su finalidad principal es la de auxiliar a la bolsa de valores en la compra y venta de diversos tipos de títulos mercantiles tales como bonos, valores, acciones, etc.

CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION (CETES) Títulos de crédito al portador emitidos por el Gobierno Federal desde 1978, en los cuales se consigna la obligación de éste a pagar su valor nominal al vencimiento. Dicho instrumento se emitió con el fin de influir en la regulación de la masa monetaria, financiar la inversión productiva y propiciar un sano desarrollo del mercado de valores. A través de este mecanismo se captan recursos de personas físicas y morales a quienes se les garantiza una renta fija. El rendimiento que recibe el inversionista consiste en la diferencia entre el precio de compra y venta. Este instrumento capta recursos de personas físicas y morales; se coloca a través de las casas de bolsa a una tasa de descuento y tiene el respaldo del Banco de México, en su calidad de agente financiero del Gobierno Federal.

COSTO PORCENTUAL PROMEDIO DE CAPTACION (CPP): Costo ponderado promedio que pagan las distintas instituciones financieras por la captación de los recursos en los distintos instrumentos, y cuya estimación mensual emite el Banco de México del 16 al 20 de cada mes en el Diario Oficial de la Federación, la ponderación se obtiene al multiplicar la tasa de interés por su peso en la captación de los distintos instrumentos de las instituciones financieras.

CRÉDITO: La palabra crédito tiene una cierta variedad de significados, todos ellos relacionados a la realización de operaciones que incluyen préstamos de diverso tipo. En un sentido estricto crédito es la concesión de un permiso dado por una persona a otra para obtener la posesión de algo perteneciente a la primera sin tener que pagar en el momento de recibirlo; dicho en otros términos, el crédito es una transferencia de bienes, servicios o dinero efectivo por bienes, servicios o dinero a recibir en el futuro. Dar crédito es financiar los gastos de otro a cuenta de un pago a futuro. En un sentido más general (y más apegado a la etimología de la palabra, que deriva de *creer*) crédito es la opinión que se tiene de una persona o empresa en cuanto a que cumplirá puntualmente sus compromisos económicos. Tener crédito significa poseer las características o cualidades requeridas para que otros confíen en una persona o institución y le otorguen su confianza.

CUENTA CORRIENTE: Componente de la balanza de pagos donde se registra el comercio de bienes y servicios y las transferencias unilaterales de un país con el exterior. Las principales transacciones de servicios son los viajes y el transporte; y los ingresos y pagos sobre inversiones extranjeras. Las transferencias unilaterales se refieren a regalías hechas por los particulares y el gobierno a los extranjeros, y a regalías recibidas de extranjeros. La exportación de bienes y servicios y el ingreso de transferencias unilaterales entran en la cuenta corriente como créditos (con signo positivo) porque llevan el recibo de pagos provenientes de extranjeros. Por otra parte, la importación de bienes y servicios y el otorgamiento de transferencias unilaterales se registran como débitos (con signo negativo) porque significa el pago a extranjeros.

CUENTA DE CAPITAL: Componente de la balanza de pagos que muestra el cambio en los activos del país en el extranjero y de los activos extranjeros en el país, diferentes a los activos de reserva oficial. Esta cuenta incluye inversiones directas, la compra o venta de valores extranjeros y los pasivos, bancarios y no bancarios, con extranjeros por parte del país durante el año. Los incrementos en los activos del país en el exterior y las

disminuciones de los activos extranjeros en el país, diferentes de los activos de la reserva oficial, representan salidas de capital o débitos en la cuenta de capital del país porque llevan pagos a extranjeros. Por otra parte, las disminuciones en los activos del país en el exterior y los aumentos de los activos extranjeros en el país representan ingresos de capital o créditos porque conducen al ingreso de pagos provenientes de extranjeros.

DEFICIT FINANCIERO (DEFICIT DEL SECTOR PÚBLICO): Es la diferencia negativa que resulta de la comparación entre el ahorro o desahorro en cuenta corriente, y el déficit o superávit en cuenta de capital; expresa los requerimientos crediticios netos de las entidades involucradas. Muestra el faltante total en que incurre el Estado al intervenir en la actividad económica nacional. Resulta de sumar el déficit económico con la cifra neta de la intermediación financiera.

DEFICIT O SUPERAVIT ECONOMICO PRIMARIO: Resultado que se obtiene de comparar ingresos y egresos totales del sector público, excluyendo los intereses de la deuda. Este concepto mide la parte del déficit fiscal sobre la cual se puede ejercer control directo, ya que el servicio de la deuda es en gran medida gasto condicionado por la economía en general.

DÉFICIT: Una cantidad, normalmente expresada en términos monetarios, que expresa que una suma es inferior a otra. Se habla de déficit cuando los pagos superan a los ingresos y el balance, en consecuencia, es negativo. El *déficit fiscal* indica la misma idea, aplicada en este caso a la diferencia entre ingresos y egresos públicos. Las políticas fiscales keynesianas insistieron en que el déficit fiscal era necesario para aumentar la demanda agregada en tiempos de recesión, ya que los gastos del Estado se añadían a la demanda de los particulares produciendo un efecto reactivador sobre la economía. Las concepciones monetaristas actuales destacan, en cambio, que el déficit fiscal es el principal motor de la inflación.

DEUDA EXTERNA: Aquella contraída con entidades o personas del exterior y que generalmente está denominada en moneda extranjera. Los pagos por capital e intereses de las deudas externas implican una salida de divisas y un aumento de la cuenta de los egresos de la balanza de pagos. Se contraen deudas externas cuando se financian importaciones, cuando los gobiernos contraen compromisos con bancos, organismos internacionales u otros gobiernos, y cuando las empresas -públicas o privadas- solicitan préstamos para realizar inversiones o para otras necesidades. En este último caso es frecuente que las empresas cuenten con un aval gubernamental que garantiza la devolución de sus préstamos ante los acreedores.

DEUDA PÚBLICA: Deuda que contrae el gobierno de un país. En ella normalmente se incluyen no sólo los préstamos tomados por el gobierno central sino también los que contraen organismos regionales o municipales, institutos autónomos y empresas del Estado, ya que los mismos quedan formalmente garantizados por el gobierno nacional. La deuda pública suele dividirse en deuda a corto y a largo plazo, así como en deuda pública *interna*, contraída ante acreedores del país, y deuda pública *externa*, contraída ante prestamistas del extranjero.

DEVALUACIÓN: Reducción del valor de una moneda nacional en términos de las monedas extranjeras. Una devaluación abarata las exportaciones de un país y encarece sus importaciones; su efecto, por lo tanto, es mejorar el saldo de la balanza de pagos. Las devaluaciones ocurren cuando un país tiene un saldo deficitario en su comercio exterior,

lo que hace que la demanda de su moneda resulte inferior a la oferta de la misma provocando, como con cualquier otro bien, una tendencia hacia la baja de su valor en los mercados de divisas internacionales. También se producen cuando, en un régimen de control de cambios, el gobierno decide aproximar la paridad oficial a la que fija el mercado.

ENCAJE: En general, garantía de un valor circulante y transmisible. El encaje bancario se determina como una proporción del dinero recibido por el banco que debe ser mantenido para atender los retiros del público; el resto de los depósitos puede ser usado por el banco para otorgar préstamos o realizar otras operaciones. El porcentaje de encaje es fijado, normalmente, por el banco central de cada país y por la legislación vigente.

FINAPE: Financiamiento del Sector Agropecuario y Pesquero

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI). Agencia especializada de las Naciones Unidas creada en 1945 como parte de los acuerdos de Bretton Woods. Su principal propósito es facilitar la expansión equilibrada del comercio internacional alentando la estabilidad de las tasas de cambio y la cooperación internacional en materia monetaria. El FMI, concretamente, otorga préstamos de corto plazo para equilibrar la balanza de pagos de los países miembros, busca la eliminación de barreras comerciales y auspicia la convertibilidad de las monedas a tasas estables.

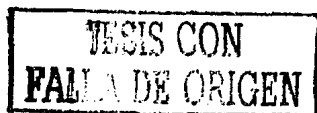
FOPYME: Fomento a la Micro Pequeña Y Mediana Empresa

FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO: Son los gastos que llevan a cabo las unidades productivas para incrementar sus activos fijos; los bienes están valuados a precios de comprador y pueden ser obtenidos mediante compra directa o ser producidos por cuenta propia.

GASTO PÚBLICO: Gastos hechos por el gobierno y sus agencias, como distinto del gasto que realizan los particulares y las empresas. No existe un criterio uniforme, internacionalmente, para definir los entes gubernamentales que participan en el gasto público total.

INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES (IP Y C) Indicador que muestra la evolución del nivel general de precios de las acciones operadas en bolsa. La muestra del Índice está integrada por las emisoras más representativas del sector accionario, mismas que se seleccionan bimestralmente de acuerdo al nivel de bursatilidad de los títulos operados, el cual toma en cuenta variables como: número de operaciones, importe negociado, días operados y razón entre el monto operado y el monto suscrito. La variación en los precios de las acciones determina el rendimiento para el inversionista.

INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (INPC): Indicador derivado de un análisis estadístico, publicado quincenalmente por el Banco de México que expresa las variaciones en los costos promedios de una canasta de productos seleccionada y que sirve como referencia para medir los cambios en el poder adquisitivo de la moneda. El ámbito del índice se limita estrictamente a aquellos gastos que caen dentro de la categoría de consumo, excluyéndose así aquéllos que suponen alguna forma de inversión o de ahorro.



INVERSIÓN EXTRANJERA: Adquisición, por el gobierno o los ciudadanos de un país, de activos en el extranjero. Como cualquier inversión, la misma puede adoptar la forma de depósitos bancarios, compra de bonos de la deuda pública de otro país, valores industriales o asumir la forma de compra directa de activos: tierra, edificios, equipos o plantas productivas. La decisión de invertir, en el caso de la inversión extranjera, no sólo depende de la rentabilidad esperada; también inciden en ella consideraciones relativas a la estabilidad política y económica del país hacia el cual se dirigen las inversiones, a la seguridad jurídica que exista, etc.

INVERSIÓN: En un sentido estricto, es el gasto dedicado a la adquisición de bienes que no son de consumo final, bienes de capital que sirven para producir otros bienes. En un sentido algo más amplio la inversión es el flujo de dinero que se encamina a la creación o mantenimiento de bienes de capital y a la realización de proyectos que se presumen lucrativos. Conceptualmente la inversión se diferencia tanto del consumo como del ahorro: con respecto a este último, porque es un gasto, un desembolso, y no una reserva o cantidad de dinero retenida; con respecto al consumo, porque no se dirige a bienes que producen utilidad o satisfacción directa, sino a bienes que se destinan a producir otros bienes.

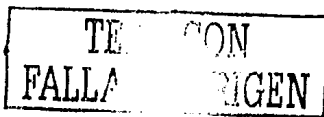
LA TASA DE INTERÉS REAL: Es aquella que toma en cuenta el efecto desvalorizador de la inflación: así, si una tasa de interés es del 20% anual y la inflación, en el mismo período, es de un 18%, la tasa de interés real es sólo de un 2%, pues ésta es la proporción en que ha crecido el capital durante el período.

LIQUIDEZ. En general, liquidez es la facilidad con que un activo puede convertirse en dinero. Los activos comprenden el efectivo, que es perfectamente líquido, y otros que resultan gradualmente menos líquidos: divisas, valores, depósitos a corto y largo plazo, cuentas de resultado acreedor, bienes de consumo duraderos, bienes de capital, metales preciosos, obras de arte, etc. El grado de liquidez de cada uno de estos activos se mide por la facilidad de convertirlo en dinero efectivo. Los títulos pueden ser al portador o a la orden, y se clasifican también en *redimibles*, cuando tienen una fecha de vencimiento determinada, o *irredimibles*, cuando sólo pueden convertirse en efectivo mediante su venta en el mercado de valores.

MERCADO DE CAPITALES: Aquel donde se negocian títulos públicos o privados. Está constituido por el conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y la demanda de préstamos financieros a mediano y largo plazo: bancos, bolsa de valores y otras instituciones financieras.

MERCADO DE CAPITAL: Conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y la demanda de préstamos financieros a largo plazo. Muchas de las instituciones son intermediarias entre los mercados de corto plazo.

MERCADO DE DINERO: Es aquél en que concurren toda clase de oferentes y demandantes de las diversas operaciones de crédito e inversiones a corto plazo, tales como: descuentos de documentos comerciales, pagarés a corto plazo, descuentos de certificados de depósitos negociables, reportes, depósitos a la vista, pagarés y aceptaciones bancarias. Los instrumentos del mercado de dinero se caracterizan por su nivel elevado de seguridad en cuanto a la recuperación del principal, por ser altamente negociables y tener un bajo nivel de riesgo.



PAPEL COMERCIAL: Es un título de crédito (pagaré negociable), sin garantía específica, emitido por sociedades anónimas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores; su precio es bajo y se requiere autorización de la Comisión Nacional de Valores para su emisión, la cual fluctúa entre los 7 y 91 días.

PAPEL COMERCIAL: Son pagares negociables emitidos por sociedades mercantiles cuyo destino es financiar las necesidades de capital de trabajo de quien los emite, por lo que su plazo puede estar entre los siete y los trescientos sesenta días; que no cuentan con una garantía específica, por lo que es la solvencia económica y el prestigio de la empresa colocadora la que los respalda, aun cuando en algunas ocasiones son avalados por una institución bancaria y dado que se colocan entre el público inversionista a tasa de descuento, su rendimiento se determina por el diferencial entre el precio al que se adquieren y al que se venden.

PARAUSEE: Programa para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica.

PIRE: Programa Inmediato de Reordenación Económica

PLAN NACIONAL DE DESARROLLO (PND): Instrumento rector de la planeación nacional del desarrollo que expresa las políticas, objetivos, estrategias y lineamientos generales en materia económica, social y política del país, concebidos de manera integral y coherente para orientar la conducción del quehacer público, social y privado.

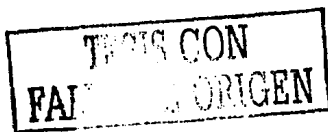
POLÍTICA COMERCIAL: Suele llamarse así al conjunto de medidas gubernamentales que regulan el comercio internacional. La política comercial define entonces la estructura de los aranceles, las prohibiciones, cuotas y contingentes a la importación, y los incentivos a la exportación; también tiene relación directa con la creación de áreas de libre comercio, los acuerdos bilaterales o multilaterales y la conformación de uniones aduaneras. La política comercial puede considerarse como una parte específica de la política económica de un gobierno, pues sólo de este modo es posible concebir una acción coherente sobre el desarrollo de las actividades económicas.

PROCAPTE: Programa de Capitalización Temporal

PRONAFICE: Programa Nacional de Fomento a la Industria y al Comercio Exterior

PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB): Es el valor total de los bienes y servicios producidos en el territorio de un país en un periodo determinado, libre de duplicaciones. Se puede obtener mediante la diferencia entre el valor bruto de producción y los bienes y servicios consumidos durante el propio proceso productivo, a precios comprador (consumo intermedio). Esta variable se puede obtener también en términos netos al deducirle al PIB el valor agregado y el consumo de capital fijo de los bienes de capital utilizados en la producción.

RESERVAS INTERNACIONALES: Dícese de la cantidad de oro y divisas que posee un país para hacer frente a sus compromisos internacionales. Las reservas se incrementan o disminuyen de acuerdo a los saldos netos del comercio internacional.



TASA DE INTERÉS: El porcentaje que se cobra como interés por un una suma determinada. Las tasas de interés suelen denominarse *activas* cuando nos referimos a la que cobran los bancos y otras instituciones financieras que colocan su capital en préstamos a las empresas y los particulares, y *pasivas*, cuando nos referimos al interés que pagan dichas instituciones al realizar operaciones pasivas, es decir, cuando toman depósitos de ahorro o a plazo fijo.

TASA LIBOR (LONDON INTERBANK OFFERED RATE) Tasa de interés interbancaria que funciona en el mercado de Londres y que generalmente se encuentra medio punto por debajo de la tasa prima (prime rate). Esta tasa mundial varía constantemente en función de la demanda del crédito y de la oferta monetaria y se utiliza como parámetro de las demás tasas mundiales. Es el tipo e interés ofrecido sobre los depósitos en los bancos comerciales que operan en el mercado de eurodivisas de Londres.

TASA PRIMA (PRIME RATE): Es la tasa preferencial a la que prestan los bancos comerciales, en los mercados de Nueva York y Chicago. La tasa prima (Prime Rate) constituye una tasa mundial que varía constantemente en función de la demanda del crédito y de la oferta monetaria; pero también en función de las expectativas inflacionarias y los resultados de la cuenta corriente en la balanza de pagos de los Estados Unidos de América.

TIPO DE CAMBIO INTERVENIDO: El que es fijado o manipulado por las autoridades monetarias de una nación.

TIPO DE CAMBIO LIBRE: El que se determina en los mercados cambiarios de acuerdo a la oferta y la demanda.

TIPO DE CAMBIO SUCIO: Un tipo de cambio flotante que no es completamente libre, pues las autoridades del banco central intervienen, de tanto en tanto, para alterar su nivel de mercado. La diferencia con el tipo de cambio intervenido es que no se establecen paridades ni metas fijas para el valor de las divisas. El tipo de cambio sucio se utiliza generalmente para evitar fluctuaciones bruscas de la moneda.

TIPO DE CAMBIO FLOTANTE: El que fluctúa de acuerdo a la oferta y la demanda de divisas.

TIPO DE CAMBIO: El precio de una moneda en términos de otra. Los tipos de cambio resultan una importante información que orienta las transacciones internacionales de bienes, capital y servicios.

TIIE: Tasa interbancaria de equilibrio

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN