



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

---

---

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES  
"CAMPUS ARAGÓN"

**TASAS DE INTERÉS Y FLUJOS DE CAPITAL EN MEXICO**  
**(1995-2003)**

T E S I S  
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
Lic. EN ECONOMÍA  
P R E S E N T A  
JOSÉ MANUEL CAMPOS SUÁREZ

ASESOR: MTRO. JOSÉ LUIS MARTÍNEZ MARCA

MÉXICO D.F. OCTUBRE 2004



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**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.

**Le doy infinitas gracias a mi familia, en especial a mi Mamá, por todo el apoyo brindado para mi formación académica, en conjunción con todos los profesores que me transmitieron sus conocimientos a través de sus clases, en particular a mi asesor de tesis, el Mtro. José Luis Martínez Marca y demás miembros del jurado. Formación que culmina con esta obra, pero que sienta las bases del conocimiento en mi persona, para la continuación de un postgrado.**

## INDICE

<b>INTRODUCCION</b> .....	III
<b>Capitulo 1 Dinero, tasas de Interés y Flujos de Capital</b> .....	1
1.1 La Función del Dinero en una Economía .....	3
1.2 El Dinero, Crédito y Tasas de Interés .....	8
1.3 Determinantes de la Tasa de Interés en una Economía .....	12
1.4 Tasas de Interés y Flujos de Capital en Mercados Emergentes .....	18
<b>Capitulo 2 Desregulación Financiera y Tasas de Interés en México (1989-1994).</b> .....	24
2.1 Objetivos de la Desregulación Financiera en México .....	24
2.2 Principales Cambios en la Evolución de las Tasas de Interés. ....	35
2.3 Las Tasas de Interés en Función de la Inflación y el Tipo de Cambio. ....	41
2.4 Tasas de Interés y los Flujos de Capital Externo. ....	45
2.4.1 Inversión Extranjera Directa. ....	47
2.4.2 Inversión Extranjera de Cartera. ....	54
<b>Capitulo 3 Liquidez y Tasas de Interés en el Periodo (1995-2003).</b> .....	57
3.1 Tipo de Cambio, Inflación y Tasas de Interés. ....	59
3.2 La Liquidez y su Impacto en el Comportamiento de la Tasa de Interés. ....	62
3.3 Flujos de Capital Externo. ....	65
<b>Capitulo 4 Determinación de la Evolución Reciente de las Tasas de Interés     Y los Flujos de Capital en México (2001-2003).</b> .....	68
4.1 Restricción Monetaria y Tasas de Interés. ....	69
4.2 La inflación, Tipo de cambio y las tasas de interés en el siglo XXI. ....	71
4.3 Comportamiento Actual de los Flujos de Capital en México y la Importancia de la Tasa de Interés Real. ....	76
4.4 Perspectivas de la Tasa de Interés de Cetes a 28 días en el mediano plazo. ....	80
<b>Conclusiones.</b> .....	82
<b>Anexo Estadístico.</b> .....	85
<b>BIBLIOGRAFÍA.</b> .....	100

## INTRODUCCIÓN

La política monetaria seguida por el Banco de México desde inicios de los noventa, caracterizada por ser de carácter restrictivo y que fue aplicada con el objetivo prioritario de reducir los altos niveles de inflación, derivado del proceso devaluatorio de diciembre de 1994, si bien provocó la reducción de la misma, favoreció el mantenimiento de una tasa de interés real elevada de los bonos públicos, que impacto favorablemente la reducción de la demanda de dólares a fin de lograr la estabilización de la economía.

Sin embargo, este proceso condujo a que la banca central olvidara o bien dejara de lado otras de las funciones que tiene a su cargo como son la de supervisión y regulación de la banca comercial a fin de que esta cumpliera con su función que es la de intermediar los recursos disponibles en la economía para financiar la inversión productiva.

Por el contrario, el proceso que se observó desde el inicio de 1995 hasta la fecha fue que la banca comercial aprovechó las altas tasas de interés de los valores públicos para llevar a cabo sus actividades de inversión en la compra de estos con lo cual, le permitía reducir su exposición al riesgo y obtener niveles adecuados de utilidades por esta actividad. Asimismo, la falta de una regulación adecuada le permitió a la banca comercial altos rendimientos, a la vez que sus tasas pasivas las ha fijado por debajo de la tasa líder libre de riesgo con lo cual se da un proceso de especulación del margen financiero, dando como resultado final el que se redujera su actividad de captación de recursos y se redujera la disponibilidad de recursos para ser canalizados al crédito para atender el financiamiento de la inversión.

En este sentido, la importancia que tiene actualmente las tasas de interés como mecanismo para la atracción de capitales en México, cobra relevancia debido a que esto es lo que ha permitido el ingreso de flujos de capital que han favorecido el aumento de los activos internacionales, que indirectamente permiten mantener la sobrevaluación del tipo de cambio.

De esta forma, la estrategia de política monetaria que se instrumentó el Banco de México a partir de 1995 fue la basada en el control de la base monetaria<sup>1</sup> la cual mostró resultados inmediatos ya que desde mediados de ese año se observó una trayectoria descendente de la inflación provocada por costos, es decir, se evitó caer en un proceso de espiral inflacionaria de devaluación-inflación-devaluación, como la registrada en la década de los ochentas.

En este sentido, la política monetaria se centró sobre una política económica de tipo ortodoxo en su totalidad, es decir, se puede afirmar que la llamada política neoliberal fue retomada con mayor énfasis a partir de 1995, debido a que la expansión o movimientos de la liquidez en la economía se manejaría en función de las variables objetivo. En consecuencia la oferta monetaria y los movimientos de la base monetaria, se ajustarían a las previsiones de crecimiento previstas por la política económica, mediante el documento de “Criterios de Política Económica” que se presenta anualmente ante la cámara de diputados para su aprobación, en este sentido se tendría el siguiente esquema:  $m = (p * q) / v$

Por consecuencia, el movimiento de la inflación se vería determinado en parte por la liquidez en la economía como se puede apreciar en la siguiente expresión:  $p = (m * v) / q$

Es decir, la trayectoria de los precios se vería alterados por un tipo de política monetaria restrictiva o expansiva. Lo anterior se puede observar claramente si consideramos que la liquidez en la economía altera directamente el numerador, razón por la cual entre mayor sea éste, suponiendo un crecimiento económico del Producto Interno Bruto Real de alrededor del 2.0%, el efecto de una política expansiva de la liquidez derivada de un mayor gasto público implicaría por sí mismo un impacto al alza en el nivel general de los precios.

Las expectativas de los agentes económicos ante una situación de este tipo se moverían al alza provocando una mayor inflación de carácter inercial en el sentido que se adelantarían a las decisiones de política económica del estado, es por ello que en la

---

<sup>1</sup> Esto significa que el aumento de la base monetaria respecto al crecimiento de los activos internacionales es menor, es decir, la evolución del crédito interno neto del Banco de México es negativo como se puede apreciar en el cuadro 15 y gráfica 16 del anexo estadístico.

actualidad la autoridad monetaria deberá mantener una relación adecuada en términos del crecimiento de la base monetaria a fin de lograr señales claras y confiables a los agentes económicos para no alterar sus expectativas inflacionarias.

Ante este panorama económico se establecen las siguientes hipótesis. El manejo de las tasas de interés altas, resultado de la política monetaria restrictiva que ha llevado el Banco de México, si bien han permitido el aumento de las Reservas Internacionales, han generado una reducción de la inversión productiva, es decir una política monetaria restrictiva que provoca altas tasas de interés internas es incompatible con los objetivos de crecimiento en la economía nacional en el largo plazo. Y, las altas tasas de interés en México sólo han logrado ser consistentes con la reducción de la inflación interna y la regulación de la liquidez, pero no han facilitado el poner en marcha un programa de fomento a la inversión productiva.

El contenido de esta obra presenta en el primer capítulo en marco teórico en cuanto a: Las distintas funciones del dinero, las tasas de interés y sus diferentes tipos, los diferentes agentes económicos que participan directa e indirectamente en la economía, la estrecha relación que existe entre la banca comercial y el Banco Central así como la las medidas de política económica a seguir; es decir, el rol de las tasas de interés y su influencia en las demás variables macroeconómicas, inversión, ahorro, empleo y los flujos de capital externo.

En el segundo capítulo, el periodo de desregulación financiera en México llevado a cabo a finales de los ochenta principios de los noventa, entre los puntos de suma importancia, junto que el papel desempeñado por las tasas de interés, la reprivatización de la banca comercial y la autonomía del Banco Central, para con ello lograr los objetivos de la nueva política neoliberal, entre ellos, el control de la inflación, el tipo de cambio, la salida de capitales, así como las reformas del mercado bursátil que tuvieron como objetivo atraer capitales, especialmente foráneos y la inversión extranjera.

El capítulo tres aborda los principales indicadores de la liquidez, las tasa de interés, el tipo de cambio y la inflación, como resultado de la aplicación de políticas liberalizadoras de

la actividad económica, que como sé vera, deja al modelo económico a expensas del comportamiento del crecimiento de los socios comerciales, pero dado las constantes recesiones económicas a nivel global, no se tienen buenas expectativas de crecimiento, por tanto, el resultado ha sido una mayor dependencia del sector exportador, que a partir de las reformas hechas al tipo de cambio y la liberalización de la actividad comercial, ahora la competitividad entre México y las demás naciones se transforma en un problema con pocas alternativas.

En el cuarto capítulo, la evolución de las tasas de interés, dado que el estar insertos en la globalización implica cumplir con parámetros de estabilidad monetaria y cambiaria por ello la política monetaria se ha encaminado a alcanzar este fin aun a costa del crecimiento económico; es decir, la liberalización financiera y la necesidad de entrada de capitales obliga a tener estabilidad monetaria y una política cambiaria favorable a dichos capitales. La liberalización económica y la consecuente internacionalización de los mercados de capitales, obligan a las economías a trabajar con estabilidad monetaria y en el tipo de cambio para generar las condiciones de confianza y rentabilidad al capital financiero que opera en los mercados, a través de políticas fiscales y monetarias prudentes.

Para lograr los alcances del presente proyecto de tesis, nos apoyamos en el siguiente método de investigación: Se llevo a cabo las lecturas y elaboración de fichas bibliográficas vinculadas con los aspectos teóricos las tasas de interés, la banca comercial, la banca central, sobre el problema de los determinantes de la reducción del crédito de la banca comercial, el sector financiero y de las nuevas formas que este ha asumido en la valoración de sus activos después de la crisis financiera de 1995.

Una vez cubiertas, se confrontaron en torno a la eficacia del manejo de las tasas de interés por parte de las instituciones bancarias y como estas deberían de recuperar su papel de intermediarias de recursos con impacto directo sobre el crecimiento de la economía. En esta parte conocida como el trabajo de gabinete se dio mayor claridad para seguir la segunda fase de la investigación, la cual estuvo relacionada con la recopilación de la información necesaria para apoyar el cuerpo conceptual de la investigación. La información se presento, tratando de lograr el nivel más actual, ya que en algunos casos la información

publicada por las fuentes oficiales en México como INEGI, Banco de México, etc., se presentan con algunos rezagos.

Después de reunida la información básica para el análisis, se procedió a la elaboración de los indicadores estadísticos y gráficos más relevantes para la investigación, finalmente se realizó la confrontación entre el esquema teórico conceptual con el análisis empírico, a fin de poder estar en condiciones de afirmar o refutar nuestro cuerpo de hipótesis, así como también las diferentes explicaciones teóricas que actualmente se están ofreciendo al problema de crecimiento económico, de los factores que determinaron la inestabilidad cambiaria, de cómo el control de la liquidez se convierte en el principal instrumento de política monetaria para reducir el ritmo en el crecimiento de los precios derivado después de diciembre de 1994 y como la banca comercial empieza a mostrar un proceso de reducción del crédito al sector productivo de la economía y se da un cambio en la estructura de inversión de los activos de la banca comercial hacia el propio sector financiero.

## Capítulo 1

### **Dinero, Tasas de Interés y Flujos de Capital.**

Desde la teoría económica de Adam Smith, de Marx, de Keynes, hasta Friedman, consideran que la utilización del dinero para satisfacer necesidades económicas, es un aspecto fundamental del sistema económico, pero difieren en la implementación de los lineamientos de política monetaria, por el antecedente histórico, el presente y el entorno social en el cual desarrollaron sus análisis. De esta manera, los resultados de estos análisis en aquellos respectivos periodos de tiempo, aun restan viabilidad a los mecanismos de política monetaria que requieren actualmente las economías globalizadas.

En lo que sí coinciden es en el aspecto del dinero como un símbolo de valor que permite equivaler distintas mercancías en ciertas cantidades, y es socialmente aceptado, esta definición incluye las funciones básicas del dinero, pues en el actual sistema capitalista se realiza un mayor número de transacciones comerciales, lo cual es posible utilizando el dinero como medio de cambio puesto que los bienes o mercancías intercambiables se expresan en dinero y a la vez, a través del tiempo guarda el valor nominal de dichas mercancías.

Como ya se mencionó bajo ciertos criterios de enfoque teórico, el concepto del dinero influye de manera importante en la economía real, y por lo tanto, es imprescindible su determinación a través de lineamientos de política monetaria. Cabe señalar que dicha política, conocida también como normativa, ha tenido diversas interpretaciones y alcances a partir del modelo económico clásico; es decir, se ha adecuado a las circunstancias económicas en su momento, puesto que a través de un buen manejo de política monetaria, en determinadas circunstancias, se influye directamente en la mayoría de las variables macroeconómicas, considerando que el fin de la política económica, es lograr el principal objetivo de un país capitalista y economías emergentes como la nuestra, la estabilidad económica y con ello contribuir al desarrollo económico.

Considerando las funciones principales del dinero, es inherente la función y participación de los diversos agentes económicos en el sistema financiero como son; el Banco Central, la

banca comercial, la denominada banca paralela ó bolsa de valores y sobre todo, las empresas y familias. Como cualquier empresa, los bancos tienen por objeto maximizar sus utilidades, por lo tanto, tenderán a mantener la menor cantidad posible de efectivo, pues ésta es una situación no rentable, en este sentido, y sin considerar el riesgo, las inversiones en el mercado de renta variable, de renta fija, créditos, títulos, etc. determinan la utilización de fondos de sus reservas; sin embargo, en un mundo de incertidumbre como el nuestro las reservas no están siempre en su nivel mínimo, ya sea fijado por ley o por tradición; es decir, por lineamiento del Banco Central ó por razones prudenciales.

La importancia del banco comercial en el sistema económico es sumamente importante ya que no solamente actúan como intermediarios financieros al movilizar los ahorros de los diferentes agentes económicos, sino que además crean dinero, por ejemplo, los cheques que circulan con cierto respaldo de efectivo; es decir, al dar crédito los bancos suelen abrir una cuenta de cheques al cliente, contra el cual este puede girar, el hecho de que el crédito se de en una forma de cheques y no inmediatamente en efectivo, es lo que permite al banco comercial exceder de sus funciones de intermediario y crear dinero.

De tal forma que para entender mejor la naturaleza de la creación del dinero, es importante comprender la estrecha relación entre los bancos comerciales y el Banco Central, la cual podría resumirse de la siguiente manera. El dinero del Banco Central constituye la base para la expansión del crédito por parte de los bancos comerciales, puesto que los billetes del Banco Central son la única moneda con poder liberatorio ilimitado, la banca comercial puede expandir su crédito hasta el punto en que sus reservas de dinero en efectivo alcancen a cubrir los retiros probables de sus clientes.

Por lo tanto, la emisión primaria de billetes permite al Banco Central influir directamente sobre la expansión del crédito de la banca comercial y sobre el total de medios de pago en circulación. La expansión de los medios de pago que crean los bancos comerciales, también se controlan mediante mecanismos de política monetaria, a través de los cuales, por razones prudenciales de política económica, la banca comercial está obligada a mantener cierto nivel de reservas.

La autoridad monetaria puede obligar a los bancos comerciales a transferir en él, una parte de los depósitos de sus clientes como reserva obligatoria. Esta reserva al igual que la reserva en efectivo para enfrentar posibles retiros de sus clientes, reduce la capacidad de los bancos a expandir el crédito.

Otra forma de influir el Banco Central sobre los medios de pago en circulación, es fijando ciertas tasas de interés; por ejemplo, puede poner límites a la tasa de interés que la banca comercial paga por los depósitos de los ahorradores, puesto que cuanto más altas sean las tasas pasivas, mayores habrán de ser las tasas activas, lo cual se traduce en una reducción de la demanda del crédito y con ella los medios de pago en circulación.

En caso contrario el Banco Central puede proveer de liquidez a la banca comercial no sólo mediante créditos directos ó instrumentos de deuda pública, sino también mediante el redescuento de documentos.<sup>1</sup>

La tasa de interés que el Banco Central cobra por este servicio influye sobre el monto que la banca comercial decida mantener en él, en forma similar a como lo hace la tasa de interés sobre los créditos directos; mientras más alta sea la tasa de redescuento, mayor será la reserva líquida que la banca comercial decida mantener para no verse obligada a solicitar fondos del Banco Central, lo cual se traduce en un constante flujo de capitales y por ende una expansión del crédito.

### **1.1 La Función del Dinero en un Economía.**

En una economía de trueque, una persona que tiene algo con lo que comerciar y debe encontrar a otra persona que quiera eso mismo y que tenga algo aceptable para ofrecerle a cambio, dentro de este mercado incipiente, dado el aumento en cantidad y tamaño de estas relaciones de intercambio, surge la necesidad de superar el trueque mediante la creación de una mercancía de equivalencia general para todas las demás, que permita eficientar dichas

---

<sup>1</sup> En estas operaciones los bancos comerciales venden al banco central títulos de sus clientes con una promesa de recompra antes de su vencimiento.

relaciones de intercambio, esta mercancía de equivalencia general da origen al dinero. Por tradición, el dinero se ha definido por las funciones que cumple: instrumento de cambio, medio de pago, reserva de valor, etc.

Sin embargo en una economía monetaria, el propietario de un bien puede venderlo a cambio de dinero, que se acepta como pago, y así evita gastar el tiempo y el esfuerzo que requeriría encontrar a alguien que le ofreciese un intercambio aceptable. Por lo tanto, el dinero como medio de cambio y medida del valor facilitan el intercambio de bienes y servicios. El valor real del dinero queda determinado por su poder adquisitivo, que a su vez depende del nivel general de precios. En la teoría económica convencional estas funciones se expresan como la demanda de dinero por transacción, precaución y especulación.

Siguiendo en el terreno de la teoría económica convencional, los mecanismos de transmisión de la política monetaria surgen a partir de las relaciones que guarda el Banco Central con la banca comercial, ya que es el Banco Central, la autoridad encargada de realizar la política monetaria. De esta manera, los instrumentos de control monetario constituyen las variables inmediatas sobre las cuales se ejerce la acción de la autoridad monetaria, y a su vez, influyen sobre otras variables del sector financiero que, por su conexión con el comportamiento de las unidades económicas, son relevantes para la obtención de las metas que la política monetaria se propone sobre la actividad económica agregada, incremento del producto, plena ocupación, estabilidad de precios, equilibrio con el sector externo, etc.

Los instrumentos de control monetario pueden clasificarse de acuerdo al objetivo establecido de política económica, por ejemplo: *El volumen de la base monetaria*: A través de créditos directos ó de redescuento y mediante las operaciones de mercado abierto (las cuales consisten en la compra y venta de títulos de la deuda pública) por parte del banco central con el fin de regulación monetaria. *La demanda de préstamos*: Por parte del público, a través del aumento en las tasas de interés de los diversos tipos de crédito. *Los costos del endeudamiento*: Directamente por el manejo de las tasas de interés pagadas por los préstamos otorgados por los bancos o indirectamente por las que estos deben pagar por sus deudas y depósitos. *El precio de los activos con valor variable*: Títulos mediante operaciones de mercado abierto y, *Manejo del tipo de cambio*: Entre otros fines, para equilibrar la balanza de pagos.

El proceso mencionado de política monetaria, que implica la relación entre el banco central y el banco comercial es que gracias a esta relación existe financiamiento a la inversión a través del crédito. Teóricamente esto es, la creación del dinero obedece al crecimiento económico, y éste aumento en la producción nacional ó del ingreso nacional implica mayor ahorro que a su vez se traduce en una mayor inversión, este ahorro se canaliza directamente en la banca comercia y ésta se encarga de expandir el crédito, iniciando con ello nuevamente el ciclo; por lo tanto, existe también un aumento en las reservas del Banco Central lo que significa en un momento dado un aumento en la oferta monetaria, este aumento en la oferta monetaria provoca una reducción en la tasa de interés, que se traduce un una mayor demanda de créditos que permite un fomento a la inversión.

Por ejemplo la neutralidad del dinero para los monetaristas en el corto plazo sólo es de efecto temporal, en base a los supuestos que delimitan su modelo económico, el modelo se podría resumir de la siguiente manera:

- Los desajustes en el mercado o sistema económico se corrigen continua y automáticamente gracias a la existencia de precios flexibles.
- Estos precios son inclusive el nivel de precios, el salario real y las tasas de interés. Precisamente los salarios reales son los que permiten que este ajuste sea continuo y automático.
- Los monetaristas sugieren que la oferta monetaria se incremente ó varíe en forma proporcional como una regla automática.

La tesis fundamental de la teoría monetarista es que todo incremento en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, se manifiesta en un aumento en la tasa de inflación, y en ningún aumento en la tasa de crecimiento real del producto.

En la teoría cuantitativa moderna se introduce la "Teoría de la Tasa Natural de Desempleo"  $U^N$  para explicar que la tasa de crecimiento real del producto es constante en el corto plazo, asociada al equilibrio en el mercado de trabajo y por lo tanto, a la estructura de la tasa del

salario real, el cual debe ser flexible. En esencia no depende de la tasa de inflación, sin embargo, cuando la cantidad de desempleo es correcta, la inflación permanecerá estable.

Para analizar la relación entre la tasa natural de desempleo y la inflación en el enfoque monetarista, es conveniente recurrir al análisis de la curva de Phillips. La curva de Phillips supone que la variación en la tasa de inflación es igual a la tasa de cambio en los salarios monetarios menos la tasa de crecimiento en la productividad del trabajo, y si ésta última es nula, entonces la tasa de inflación será igual a la tasa de incremento en los salarios. La explicación es la siguiente; por ejemplo, si la economía se encuentra en una tasa de desempleo del 8% (punto  $U_0$ ) y una tasa de inflación del 10% (punto  $P_0$ ) y entonces el gobierno expande la demanda agregada de  $DA_0$  a  $DA_1$  para que el desempleo descienda a 6% (punto  $U_1$ ), el efecto en los precios es que estos se incrementan a 14% (punto  $P_1$ ). Es decir, la curva de Phillips indica que el desempleo solo se puede reducir ó equivalentemente, la producción sólo se puede aumentar a costa de una inflación mayor por que en el corto plazo se supone que permanece fijo el nivel de tecnología y capital (ver gráfica 1 del anexo estadístico).

En el corto plazo la autoridad monetaria puede aumentar el nivel de demanda agregada y reducir el desempleo a costa de una mayor inflación, pero a la vez aumentara las expectativas de inflación desplazando la curva de Phillips hacia arriba. Esto quiere decir que el efecto del dinero en la economía es temporal, por lo tanto, los monetaristas recomiendan que la política económica sea restrictiva. Así al poco tiempo, los trabajadores trataran de ajustar sus salarios a la nueva inflación, lo que significa que la curva de Phillips en el largo plazo será vertical y entonces se tiene la misma tasa natural de desempleo y una mayor inflación (ver gráfica 2 del anexo estadístico).

La expansión de la demanda agregada de  $DA_0$  a  $DA_1$  es inefectiva para reducir el desempleo, pero sí aumenta la inflación. En este caso, un incremento sostenido en la oferta monetaria sólo implicaría un aumento en el nivel de precios, esta inflación podría anular cualquier aumento en la productividad y nivel de ingreso que la economía haya tenido antes; por lo tanto, recomiendan aplicar una política económica expansiva estabilizadora en el largo plazo.

Contrario a la teoría clásica y de acuerdo a los análisis de Keynes, en una economía de mercado el nivel del producto está determinado por las decisiones de los empresarios, que producir, cuanto producir y como producirlo; por lo tanto, al fijar el nivel de producto determinan a la vez el nivel del empleo y el salario real, por ende esto no garantiza la utilización total de todos los recursos, por ende la fuerza de trabajo; es decir, el nivel de producción es inferior al potencial y cierta cantidad de trabajadores están desempleados involuntariamente. Como los salarios y los precios son rígidos, no existe ningún mecanismo auto corrector económico que restablezca el pleno empleo y garantice que la economía producirá a pleno rendimiento.

En el punto A del grafico 3 del anexo estadístico la producción de equilibrio se encuentra por debajo del nivel potencial. En éste modelo los gobiernos pueden estimular la economía, ya que si incrementara sus compras, la demanda agregada aumentaría, por ejemplo, de  $DA_0$  a  $DA_1$  y la producción se elevaría de  $Q_0$  a  $Q_1$  lo que reduciría la brecha entre el Producto Interno Bruto efectivo y potencial. En suma, utilizando debidamente la política económica, un gobierno puede tomar medidas para garantizar unos elevados niveles nacionales de producción y de empleo.

En la teoría Keynesiana moderna no existe una  $V$  constante, porque en una economía en donde no están sincronizadas las compras y las ventas, un individuo no tendría que mantener dinero en el intervalo intermedio pero podría mantener bonos. La diferencia entre las dos situaciones es el hecho de que el bono paga un interés a su tenedor, mientras que el dinero no lo paga, por lo tanto, no se puede determinar de inmediato la cantidad de dinero mantenida cada momento. Con cualquier ingreso nominal y cualquier pauta de transacciones dados, la cantidad de dinero conservado dependerá de la tasa de interés, según el análisis keynesiano, por lo que cuando la tasa de interés es elevada, la  $V$  será alta, y por ende no permanece estable.

De esta manera y resumiendo, los keynesianos por su parte piensan que debido a imperfecciones y rigidez en los mercados, los precios y los salarios no se ajustan rápidamente y cuando lo logran el ajuste éste nunca es completo, por ello suponen que la curva de Phillips de largo plazo tiene una pendiente mayor que la de corto plazo, pero nunca llega a ser

perfectamente vertical, en consecuencia eso hace necesaria una política activa del Estado, tanto monetaria como fiscal, para reducir el desempleo y regular la tasa de inflación.

## **1.2 El Dinero, Crédito y Tasas de Interés.**

El dinero el cual representa la expresión monetaria de cualquier bien o servicio existente, he incluso de él mismo, es demandado desde un punto de vista simple sólo para transacciones ó en el tenor en el cual existe la especulación determinada por la tasa de interés; es decir, en términos de Keynes, el dinero nos lleva al estudio de la preferencia por la liquidez, los motivos que llevan al público a retener el dinero en lugar de colocarlo en el mercado financiero para obtener un rendimiento y viceversa.

El crédito es un complemento valiosísimo del dinero en la actualidad, la mayor parte de las transacciones económicas se hacen mediante instrumentos crediticios más que con monedas. La principal función del Crédito consiste en transferir, a través de los intermediarios financieros, el ahorro de unos agentes económicos a otros que no tienen suficiente dinero para realizar las actividades económicas que desean y satisfacer una necesidad, en el entendido que se deberá pagar un interés de acuerdo al tipo de crédito y plazo. Para los agentes económicos, en especial las empresas y el gobierno es algo similar, al igual que las familias y los individuos llevan cabo inversiones con los créditos que les son otorgados, solo que con un matiz diferente; es decir, teóricamente realizan inversiones en la esfera productiva lo cual finca las bases para el inicio de un desarrollo económico. Para el caso concreto de México, existen diversos mecanismos a través de los cuales se difunden los lineamientos y las normas que los rigen, tanto para obtenerlos como para solucionar los problemas que se derivan de ellos; Por ejemplo:

*Programas de Apoyo Crediticio:* A lo largo de 1995 se implementaron múltiples Programas de Apoyo Crediticio acordados entre el Gobierno Federal y las instituciones de crédito y otros intermediarios financieros, con la finalidad de reducir la creciente problemática de la cartera vencida de esas instituciones he intermediarios, permitiéndoles la

reestructuración en UDIS de créditos otorgados en moneda nacional y en dólares, la disminución de las tasas de interés de dichos créditos, la ampliación del plazo del crédito, y en ocasiones, el pago del principal durante periodos razonables. Destaco el Acuerdo de Apoyo a los Deudores de la Banca (ADE): su principal objetivo fue otorgar apoyo financiero de manera prioritaria a deudores medianos y pequeños de tarjetas de crédito, créditos para la adquisición de bienes a los consumos duraderos y personales, créditos para vivienda, créditos empresariales y créditos agropecuarios.

*Garantías otorgadas en favor del Banco de México:* Se amplió la gama de títulos de crédito con los que las instituciones de banca múltiple pueden garantizar obligaciones a su cargo y a favor del Banco de México para incluir a los Certificados de la Tesorería de la Federación emitidos al amparo de programas de reestructuración de créditos en unidades de inversión; es decir, Certificados de Tesorería de la federación y Bancos de Desarrollo del gobierno federal denominados en Unidades de Inversión. El Banco de México realizó adecuaciones a diversas disposiciones para incluir UDIBONOS y los Certificados de la Tesorería de la Federación denominados en unidades de inversión (UDICETES) en las operaciones que pueden realizar las instituciones de crédito y las casas de bolsa.

*Préstamo de Valores:* A finales de abril de 1996, el Banco de México autorizó a las instituciones de crédito, las casas de bolsa y las sociedades de inversión comunes y en instrumentos de deuda, realizaran operaciones de préstamo de valores por cuenta propia y a dar en garantía de estas operaciones, efectivo o valores, en lo que respecta a las casas de bolsa, se les permitió celebrar operaciones de préstamos de valores con acciones de baja versatilidad, considerando que a través del préstamo de valores se aumenta la liquidez en el mercado de éstos y se reducen los incumplimientos en la liquidación de operaciones con valores que se efectúan en instituciones para el depósito de valores.

*Reformas a leyes financieras:* Tuvieron como objeto el fortalecimiento de la estructura de las entidades financieras, mejorar su organización y funcionamiento y coordinar las políticas de estabilización y crecimiento. Los puntos se centraron en modificar la estructura del capital social y accionario y combatir el lavado de dinero, se hizo necesario consolidar en un solo

órgano las funciones atribuidas a la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores, se expidió la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

La tasa de interés es el precio del dinero en el sistema financiero, al igual que el precio de cualquier producto, cuando hay más dinero la tasa baja y cuando hay escasez sube. Otra forma de ejemplificarlo es: Cuando la tasa de interés sube repercute en una disminución en la demanda de crédito hacia los intermediarios financieros, mientras que los oferentes buscan colocar más recursos en cuentas de ahorros, cetes, udis, etc. Y viceversa, cuando baja la tasa los demandantes del mercado financiero solicitan más créditos, y los oferentes retiran sus ahorros.

Se puede clasificar la tasa de interés en dos tipos, *La tasa activa o de colocación*: es la que cobran los intermediarios financieros por los préstamos otorgados a los demandantes y *la tasa pasiva o de captación*: es la que pagan los intermediarios financieros a los ahorradores. El diferencial entre la tasa activa y la pasiva es el margen de intermediación, el cual permite al intermediario financiero cubrir los costos administrativos dejando además una utilidad.

**Margen de intermediación = Tasa de interés activa - Tasa de interés pasiva**

Las tasas de interés que se utilizan en el sistema financiero están reguladas por el Banco Central, el cual, a través de su Junta de Gobierno y cuando las circunstancias lo exijan, establece diferentes niveles y límites de interés que se debe cobrar y pagar por las diferentes operaciones y transacciones realizadas a diario por los intermediarios financieros. De las más importantes después de las de cetes tenemos:

*Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE)*: Con el objeto de contar con una tasa de interés interbancaria que reflejara las condiciones del mercado en forma más precisa que la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP), el Banco de México, en marzo de 1995 expidió las disposiciones para calcular la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE).

*Unidades de Inversión (UDIS)*: la finalidad fue ofrecer un instrumento que contribuyera a mitigar los problemas ocasionados por la inflación en ahorradores y acreditados la Ley de

protección a ahorro bancario tiene una fuerte relación con las UDIS: El IPAB es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal que garantiza los depósitos bancarios de dinero, así como los préstamos y créditos a cargo de las instituciones. El IPAB pagará el saldo de las referidas obligaciones garantizadas, hasta por una cantidad equivalente a 400 mil Unidades de Inversión (UDIS) por persona, cualquiera que sea el número y clase de dichas obligaciones a su favor y a cargo de una misma institución, subrogándose en los derechos de cobro respectivos

*Tasas de interés en operaciones activas:* Se efectuaron cambios substanciales a las disposiciones relativas a tasas de interés en operaciones activas, con el propósito de que el público contara con elementos que le faciliten conocer y comparar el costo efectivo de los financiamientos que ofrecen las instituciones de banca múltiple.

*Depósitos de regulación monetaria (corto):* Con el propósito de reforzar los instrumentos de política monetaria del Banco de México, y debido a que solo mediante un manejo flexible y oportuna de esta política es como podría contenerse el efecto de los choques externos sobre el tipo de cambio, las expectativas inflacionarias y las tasas de interés a mediano y a largo plazos, se estableció la obligación para las instituciones de banca múltiple de constituir a partir del 2 de septiembre de 1998, depósitos de regulación monetaria en el Banco Central (Banxico, 1998:59) .

*Operaciones financieras de derivados:* con el objeto de que las instituciones de banca múltiple pudieran celebrar en los mercados bursátiles las mismas operaciones que llevan a cabo en los mercados extrabursátiles y a fin de ampliar la gama de contratos que las instituciones pueden celebrar en el mercado de derivados, el Banco de México estimó conveniente permitirles realizar operaciones con futuros y opciones en mercados bursátiles y extrabursátiles, sobre los activos subyacentes siguientes: Metales preciosos; Moneda nacional y divisas; Valores gubernamentales emitidos, avalados o garantizados por el Gobierno Federal o Gobiernos Extranjeros; Tasas de interés reales o nominales; índices de bolsas de valores, un grupo de acciones o una acción, cotizados en dichas bolsas; Unidades de inversión, e Intercambio de flujos de dinero (swaps).

*Permuta de BONDES:* El Banco de México estableció el procedimiento para permutar Bonos de Desarrollo cuya tasa de interés estuviera referida a la de los Certificados de la Tesorería de la Federación a plazo de 28 días, por Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal con pago trimestral de intereses, protección contra la inflación y cuya tasa de interés estuviera referida a la de los Certificados de la Tesorería de la Federación a plazo de 91 días. La convocatoria se dio a conocer el 24 de marzo de 1998.

*Depósitos de regulación monetaria:* Con el objeto de reforzar la efectividad de la política monetaria del Banco de México para influir en el nivel de las tasas de interés de corto plazo, el Banco Central dispuso que las instituciones de banca múltiple constituyeran en el propio Banco, a partir del 15 de febrero de 1999, depósitos de regulación monetaria, con las características siguientes: Importe conjunto de veinticinco mil millones de pesos; Monto individual de cada depósito; plazo indefinido; rendimiento a 28 días.

*Modificación a las reglas:* que deberán ajustarse a las casas de bolsa en operaciones con divisas, considerando la necesidad de que las casas de bolsa puedan equilibrar sus Posiciones de Riesgo Cambiario y cumplir sus obligaciones en moneda extranjera resultantes de las operaciones que tienen autorizadas a celebrar, el 14 de abril de 1999 se expidieron las Reglas a las deben sujetarse las mencionadas casas de bolsa en sus operaciones con divisas.

*Bonos de regulación monetaria:* la Junta de Gobierno del Banco de México acordó emitir Bonos de Regulación Monetaria (BREMS) con el fin de ampliar la gama de valores que, al ser colocados entre el gran público inversionista, permitan al Banco de México realizar operaciones de mercado abierto.

### **1.3 Determinantes de la Tasa de Interés en una Economía.**

La política económica es una herramienta que la economía normativa utiliza para el análisis e implementación de lineamientos económicos que permitan el control de las principales variables macroeconómicas para coadyuvar en la obtención de los objetivos de la

economía: bajos niveles de desempleo, elevar el bienestar de la población y un crecimiento económico sostenido.

La política económica utiliza distintos instrumentos, entre los mas importantes son: Política monetaria y Política fiscal. Para fines de nuestro estudio solo nos referiremos a la política monetaria. En sentido estricto, es la política gubernamental que utiliza la banca central para influenciar las variables objetivo ó metas de política, a través de cambios de oferta monetaria y/o tasas de interés.

Esto implica que el dinero tiene un papel fundamental en la economía, para coadyuvar en la obtención de las metas macroeconómicas. De esta manera, el dinero en la economía es una variable endógena (determinada internamente) cuyo volumen esta regulado por las ofertas y demandas de los distintos activos financieros, que a su vez se explican por otras funciones de comportamiento de las unidades económicas (Friedman, 1997:85).

Cabe aclarar que el papel de la banca central en la determinaron de la oferta monetaria no influye directamente en las decisiones de los agentes financieros y/o privados, sino mas bien, sus lineamientos o acciones tienen un carácter discrecional; por lo tanto, la cantidad de dinero y los demás activos financieros están determinados por la interacción de la oferta y demanda, y edemas, por los instrumentos de control que maneja la autoridad monetaria.

Los instrumentos de control monetario pueden aplicarse a la creación de base monetaria, a la modificación de la relación entre base monetaria y los otros activos monetarios y financieros, ó a la modificación de las relaciones de dichos activos entre si. El grado de eficacia de los instrumentos se deteriora con gran rapidez a medida que se pasa de uno a otro de los modos de operación, pues el diferencial con respecto al resultado concreto se hace mas grande y suelen aparecer intereses personales, especialmente de los distintos intermediarios financieros, en contra de los efectos deseados.

La fijación de la tasa de interés la realiza la autoridad monetaria, quien puede imponerla con distintos grados de éxito a las transacciones de mercado. En este caso particular el banco central fija una tasa de interés a la cual deben de llevarse a cabo determinadas operaciones

activas ó pasivas, cuestión completamente distinta de influir sobre las tasas a través del mercado mediante otros instrumentos que tienen en su poder, incluso con el manejo de la tasa de redescuento en su carácter de monopolista de emisión. En tal sentido, las tasas reguladas parcialmente, tienen por función cambiar la distribución de los activos financieros haciendo más deseables para el ahorrador, los activos que no tienen tasas fijas y variando.

Las raíces de la controversia entre los monetaristas y los keynesianos respecto a la política monetaria, radica en la manera de como conciben el proceso de formación de precios; es decir, en los mecanismos que cada uno contempla para alcanzar el equilibrio entre la oferta y demanda, tanto en el mercado real como en el financiero.

De acuerdo con la teoría neoclásica, un desequilibrio previsto inicial entre el ahorro y la inversión puede corregirse automáticamente por medio de mecanismos estabilizadores que, al influir sobre la tasa de interés y los salarios, hacen que el ahorro y la inversión se igualen nuevamente. Si el ahorro excede a la inversión: es decir, si la oferta de fondos prestables es mayor a su demanda, la tasa de interés tenderá a bajar, esta baja en la tasa de interés hará que la demanda de inversión aumente por un lado, y por otro hará que el ahorro disminuya y aumente el consumo. Así la brecha inicial entre el ahorro y la inversión tenderá a desaparecer, y viceversa, si la Inversión excede al ahorro.

Otra consecuencia resultante de si el ahorro excede a la inversión, ó lo que es igual, si una parte del ingreso que se recibe no se gasta nuevamente, cierto número de trabajadores ocupados perderá su empleo. Al reducirse el empleo, los salarios tenderán a bajar, y con ellos los precios. La deflación hará subir el valor real de los salarios monetarios y el consumo, y eso aumentará las utilidades de los capitalistas, quienes buscarán nuevamente elevar la inversión, y por tanto la brecha entre el ahorro y la inversión tenderá a cerrarse. Los neoclásicos suponen que la tasa de interés se determina por la oferta y demanda de fondos prestables, y no tiene límites preestablecidos; es decir, puede bajar indefinidamente (mientras sea positiva) si el ahorro excede al a inversión. Además, suponen que las negociaciones salariales se hacen en términos de salarios reales, o dicho de otro modo, que los salarios nominales se ajustan inmediatamente a cualquier cambio en la demanda y en los precios.

Contrariamente Keynes sostiene que la tasa de interés tiene un límite mínimo, dado por la utilidad del dinero como medio de pago perfectamente líquido y que este límite mínimo no puede ser reducido por mucho que el ahorro exceda a la inversión. Sostiene que los salarios se fijan en términos nominales, y dado el esquema de contratos laborales no pueden ser ajustados fácilmente cuando hay variaciones en la demanda y en los precios, puesto que son rígidos. El rezago entre un aumento de precios y un aumento de salarios nominales hace que los salarios reales se reduzcan en el periodo intermedio, esto pone de manifiesto la existencia de un desempleo involuntario, ya que los trabajadores demuestran así, que estaban dispuestos a trabajar por menores niveles de salarios reales durante la recesión económica del 29, acentuando que la crisis era producto de la falta de demanda que por oferta de trabajo.

Esta misma teoría considera que la inversión en valores depende tanto de la tasa de interés que estos pagan, como de las ganancias de capital que los inversionistas esperan obtener por las variaciones en las cotizaciones. Al disminuir las tasas de interés del mercado, el ingreso que se recibe por concepto de intereses sobre activos financieros se reduce, pero los inversionistas obtienen ganancias de capital al subir las cotizaciones de sus valores en cartera, ya que el valor de mercado de un activo financiero está dado por la corriente de ingresos a que da derecho, entre la tasa de interés del mercado. Asimismo, es posible que la tasa de interés sea ya tan baja que el inversionista no se vea tentado a comprar más valores, aunque tenga el dinero para hacerlo, por temor a que un aumento en la tasa de interés del mercado cause pérdidas de capital al reducir las cotizaciones de los valores que tiene en su cartera.

En estas condiciones la mayor liquidez que pudiera generar la autoridad monetaria no se canalizaría al mercado de valores, los precios de los valores, por tanto, no tenderían a subir y la tasa de interés no bajaría. Únicamente bajarían los saldos monetarios y disminuiría la velocidad de circulación del dinero. Además, el exceso de liquidez no ejercerá ningún efecto sobre el gasto, la inversión no se modificará, puesto que la tasa de interés no cambiará, el consumo tampoco se elevará, pues se considera una función estable del ingreso (Mantey, 1997:133).

Si la tasa de interés no puede reducirse más, una vez que llega al punto de la liquidez absoluta, la única forma de estimular un mayor gasto de inversión, es elevando la eficacia

marginal del capital,<sup>2</sup> que depende a su vez de la demanda esperada por lo tanto, la inversión se llevara a cabo hasta el punto en el que la tasa de interés del mercado y la eficacia marginal del capital se igualen (ver gráfica 5 del anexo estadístico).

Por este motivo Keynes recomienda no solo medidas de política monetaria, sino una política de gasto publico deficitario que, al elevar las utilidades, estimule la inversión aunque la tasa de interés permanezca fija.

El modelo neoclásico por su parte supone que los precios son perfectamente flexibles y que el consumo no sólo es función del ingreso, sino también de la riqueza de los individuos (K) de modo que:  $C = f(Y, K)$

Cuando los precios bajan, los saldos monetarios de las personas aumentan su valor real, por lo que su riqueza, produce un aumento en el consumo que actúa como estímulo a la inversión. Consecuentemente, sostiene que no es necesario ningún incentivo directo a la inversión por medio del gasto público, con sólo que los precios, por ejemplo los salarios monetarios, sean flexibles a la baja, el efecto del saldo real sobre el consumo hará que la demanda total aumente.

Además la tasa de interés esta determinada por los factores reales que influyen sobre la demanda y oferta de fondos; es decir, depende de la productividad del capital por una parte, y de la frugalidad de los ahorradores por otra. La demanda de fondos para inversión está en función de la tasa de interés en el mercado, de la misma manera en que las preferencias de los consumidores, el ahorro depende de la tasa de interés.

Ya que los precios de este enfoque son flexibles y los recursos perfectamente movibles, se puede decir que en todo momento existiría pleno empleo de los factores productivos. Las variaciones de las tasas de interés solo reflejarían cambios en la distribución del ingreso entre oferentes y demandantes de fondos, pero sin ocasionar variaciones en el ingreso real, la tasa

---

<sup>2</sup> Es la tasa de descuento que iguala los rendimientos esperados de un bien de capital con su precio de oferta o costo de reposición, en donde el precio de oferta de un bien de capital no es el precio de mercado de dicho bien, sino aquel que bastaría para producir una unidad adicional del mismo (Keynes, 2003:147).

de interés sería el precio al cual la oferta de fondos igualaría a la demanda, con un ingreso real dado y este sería el ingreso de pleno empleo. Esto se puede ejemplificar en la grafica 4 del anexo estadístico.

Suponiendo que todos los factores estarían empleados, un aumento en la cantidad de dinero y en la demanda nominal, no generaría un aumento en la producción real, sólo los precios y el ingreso nominal subirían. La oferta de fondos aumentaría, al igual que la demanda de fondos; es decir, las curvas de inversión (I) y de ahorro (S) se desplazarían hacia la derecha, y la tasa de interés real permanecería al mismo nivel ( $i_n$ ), en virtud de que los factores reales que la determinan (la productividad y la frugalidad) no se alterarían por un aumento en la cantidad de dinero.<sup>3</sup>

Para reducir la tasa de interés y así incentivar la inversión y el empleo, dado que los salarios monetarios son flexibles a la baja, es necesaria una reducción de estos salarios nominales, y con ello disminuirán los precios y la demanda de dinero por transacciones, lo que hará bajar la tasa de interés en el mercado financiero. Por otra parte la contracción en los salarios nominales hará descender también los salarios reales, aumentando la participación de las utilidades en el ingreso. Ambos efectos, la baja en la tasa de interés y el alza en la tasa de ganancia, aumentan el nivel de inversión y de empleo.

En tanto que en el enfoque de Keynes la tasa de interés depende de la preferencia por la liquidez y de la oferta monetaria. Esto es, mediante la colocación ó el retiro de deuda pública, las autoridades pueden influir sobre la oferta de dinero, y consecuentemente sobre la tasa de interés. Únicamente cuando la tasa de interés se encontrara en el límite mínimo, correspondiente al estado de liquidez absoluta, este mecanismo de estímulo a la inversión dejaría de funcionar y requeriría de apoyo adicional del gasto público, pero en condiciones normales, un aumento de la oferta monetaria haría descender la tasa de interés, ocasionando un aumento en la inversión que elevaría el empleo y el ingreso real.

---

<sup>3</sup> Esto es lo que constituye la tasa de interés natural en el análisis de Wicksell, que era el esquema neoclásico más elaborado antes de Keynes.

#### **1.4 Tasas de Interés y Flujos de Capital en Mercados Emergentes.**

En la década de los 90 han cobrado fuerza los movimientos internacionales de capital y se han producido varias crisis financieras a escala internacional. En la literatura sobre el tema se reconocen los impactos negativos que tienen los flujos de capital de corto plazo, por ello muchos autores desde hace tiempo sugieren que la regulación de los movimientos resultaría beneficiosa para las economías emergentes. Por ejemplo, en Chile luego de realizar la apertura de la cuenta corriente, se procedió a la apertura de la cuenta de capital pero con regulaciones para desincentivar a la entrada de capitales de corto plazo. Este caso es citado ampliamente como exitoso en numerosos trabajos, ya que redujo la vulnerabilidad de ese país ante crisis financieras externas.

Existen varios instrumentos a través de los cuales se llevan a cabo los flujos de capital internacional, se puede considerar como principales a: bonos, acciones, crédito de la banca comercial, crédito institucional, e inversiones directas. Las inversiones directas se asocian con flujos de largo plazo, mientras que los bonos, acciones, y el crédito de entidades financieras son asociados con flujos de corto plazo. Este flujo de capitales se capta a través de casas de bolsa, compañías de seguros, fondos comunes de inversión y otros tipos de inversores que compran directamente los instrumentos ofrecidos. Además también están los prestamistas institucionales internacionales como el FMI y el Banco Mundial.

Los créditos bancarios de corto plazo son muy volátiles, los tomadores de crédito van a utilizar estos sólo cuando el interés doméstico exceda al internacional por un margen suficientemente grande para cubrir las expectativas de devaluación de la moneda del país receptor, y el premio por el riesgo específico del país receptor. Cuando esta condición no se cumple, inevitablemente el capital se traslada a otros mercados más remunerativos.

En éste mercado también se presenta un problema del riesgo moral, que se crea porque los inversores perciben una probabilidad de que en caso de una crisis haya organismos (como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial) que salgan al rescate. Esto contribuye a la asunción de mayores riesgos y cuando estalla la burbuja, el sector financiero corre el riesgo de colapsarse, estando acentuado este riesgo por préstamos a actividades que no tienen una

elevada productividad. El problema de riesgo moral también afecta, según algunos autores, al comportamiento de la autoridad monetaria.

En la década pasada los flujos de capital a los países en desarrollo tuvieron las siguientes características:

- Los flujos oficiales declinaron mientras que los flujos privados experimentaron un fuerte crecimiento.
- Dentro de los flujos privados, mientras la inversión extranjera directa mantuvo una trayectoria relativamente estable, los flujos financieros exhibieron una enorme volatilidad y estuvieron a recurrentes episodios de contagio y comportamiento en manada de los inversionistas masivos.

Muchas veces las reacciones de los inversionistas eran reflejos a cambios exógenos de las economías emergentes. La inestabilidad de los flujos financieros privados originó la organización de paquetes multinacionales de rescate de magnitud inédita, que tendieron a concentrar aun más los fondos en el pequeño grupo de las economías emergentes de mayor dimensión.

La fase de turbulencia financiera internacional que se inicio con la crisis asiática, prosiguió con la crisis Rusa y más recientemente alcanzo a América Latina y otras regiones emergentes, situaciones coyunturales que han generado la necesidad de introducir profundas reformas en la arquitectura financiera internacional a fin de disminuir las probabilidades de ocurrencia de crisis financieras, así como de mejorar los mecanismos de control cuando se desencadenan. Ello se asienta en un hecho indiscutible: la enorme discrepancia existente entre la sofisticación y dinamismo alcanzado por los mercados financieros internacionales y las anticuadas instituciones disponibles para su regulación.

La afluencia y salida de capitales constituye una significativa fuente de perturbaciones macroeconómicas con impactos críticos, en las expansiones se produce la entrada de capitales, que impulsan la economía aun más, pero su salida abrupta, generalmente en la fase

descendente del ciclo, genera recesiones violentas, por eso se dice que los movimientos de capital son pro-cíclicos. La entrada masiva de capital extranjero en un periodo corto de tiempo, eleva el precio de los activos mas allá de lo que se justificaría por los fundamentos de la economía receptora, esto genera un efecto de riqueza positivo que aumenta el consumo y la inversión, además, se aprecia la moneda del país receptor por la mayor demanda de la misma, pero la apreciación de la moneda y el aumento del consumo y la inversión, generan un aumento en el déficit en cuenta corriente y sí a esto se le suma que los agentes económicos locales están más endeudados, las consecuencias son negativas por que afecta la percepción del capital extranjero respecto de la capacidad de endeudamiento actual de la economía local.

Una gran parte de los flujos de capital de corto plazo no se canaliza a inversiones reales y productivas, sino a actividades especulativas, estas últimas actividades son por naturaleza volátiles e impredecibles, pero el principal problema es que no contribuyen al desarrollo de largo plazo de la economía receptora.

Si la economía receptora tiene un elevado nivel de deuda de corto plazo, y cuando se da algún evento de cualquier índole (económico, político, social ó la combinación entre éstos) provoca un cambio en la opinión de los inversionistas, los fondos extranjeros se irán rápidamente del país, he incluso de toda la región dependiendo el nivel en que se incrementa el riesgo de su inversión, exacerbándose esto por un comportamiento en manada característico de la mentalidad de los grandes inversionistas interaccionales. Para empeorar todavía mas las cosas, estos agentes de mercado no siempre son muy sensitivos al riesgo, y generalmente reaccionan demasiado tarde, cuando las condiciones que requerían un ajuste externo se han deteriorado aun más. El overshooting en los precios de los activos, demanda agregada y tipo de cambio real ocurre ahora en el sentido inverso, con efectos potencialmente devastadores en la economía.

Otro efecto negativo de la entrada masiva de capitales a las economías emergentes, es que aumentan la vulnerabilidad del sistema financiero domestico, que puede no estar adecuadamente desarrollado para tratar con la volatilidad de los flujos; es decir, la canalización de los fondos hacia actividades especulativas puede verse favorecida por una inadecuada supervisión prudencial.

En resumen si bien los flujos de capitales internacionales traen consigo necesitados fondos del exterior por parte de las economías emergentes, sus efectos, en particular los causados por los flujos de capitales de corto plazo comúnmente van en contra del desarrollo de las economías receptoras.

La coordinación y la aplicación disciplinada de las políticas fiscal y monetaria han sido uno de los caminos seguidos por las economías emergentes, con la finalidad de atraer altos flujos de capital extranjero, mediante instrumentos tales como abatir los niveles inflacionarios y estabilizar las tasas de interés. Con lo cual se busca preservar el poder adquisitivo de los salarios que, junto con la expansión del crédito bancario y no bancario, influyen favorablemente sobre el crecimiento del consumo de las familias. Lo anterior, es el resultado de una política económica orientada a propiciar una recuperación del mercado interno que, simultáneamente, sea congruente con la estabilidad de las variables financieras.

De la misma manera en cuanto a cuestiones de control de la inflación, instituciones como el FMI, da las pautas de estos conocimientos intocables de economía y continúan sosteniendo, en contra de todas las evidencias de los hechos económicos, que la inflación solo se controla con restricción al crédito. Pero que dicen los hechos, tomemos los países de más baja inflación en el mundo en el momento presente: Estados Unidos con 2.2% de inflación al año, Japón con 0.1%, Inglaterra con 3.1% Francia con 2%, Alemania con 1.1% en comparación con los países en desarrollo o las llamadas economías emergentes, Chile tiene una inflación de 4%, México de 5.3%, Corea del Sur de 3.7%, India de 4.1%. Según la teoría aceptada, estos serían los países de menor volumen proporcional de crédito, midiéndolo por la relación del volumen del crédito y el PIB. Sin embargo que dicen los datos del FMI, a quienes nunca se les ocurrió confrontar sus teorías con los datos que ellos mismos disponen. Japón que tiene la más baja inflación, tiene él más alto índice de endeudamiento relación crédito/PIB en el mundo del 186% Estados Unidos viene cerca con 145.2% Inglaterra no esta muy atrás con 138.8% Alemania de 121.0% Francia 89.8%. Y los países emergentes, Chile presenta una relación crédito/PIB del 659% México de 11,5%.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Citado en INEGI, Banco de Información Económica, Indicadores Internacionales por países seleccionados, Variación Anual, Marzo de 2004.

Como vemos la relación inflación/volumen de crédito es exactamente lo contrario de lo que dice la teoría con la excepción México, que tiene un volumen muy alto de liquidez el cual puede ser explicado por las remesas; por ejemplo, el dinero de los emigrantes entre otras.

Brasil presento un debate intenso sobre la política de contención de crédito y de altos intereses, por lo que es un ejemplo claro del fracaso de la teoría que asocia bajo crédito, alta tasa de interés y baja tasa de la inflación. En este momento presenta Brasil, una de las más altas tasas de inflación de los países llamados emergentes: el 16.7%, es decir uno de los pocos países del mundo que tiene inflación de dos dígitos en la actual coyuntura deflacionaria mundial. Según la teoría oficial y ortodoxa debería presentar este país un alto volumen de crédito cuya contención, a través de altas tasas de interés, es absolutamente necesaria. Sin embargo estamos frente a un caso de bajísima tasa de crédito con relación al PIB del 23% en este momento. Cuando se inicio el Plan Real que habría traído estabilidad de precios para el país, esta relación crédito/PIB estaba en 37% con una inflación de un dígito. Cuanto más disminuyo el crédito y aumento la tasa de interés, aumento la inflación.

No son necesarias muchas vueltas para entender el fenómeno, las altas tasas de interés cumplen un rol inflacionario y no deflacionario como pretenden las asesorías de instituciones internacionales, deducidas de la ciencia económica exacta que manejan los países desarrollados. Las altas tasas de interés provocan una violenta inflación de costos elevando las tasas de ganancia en general y los precios en consecuencia. Un nivel alto en la tasa de interés crea un déficit fiscal elevando drásticamente las presiones impositivas, esto explica por que Brasil esta entre las más altas inflaciones del mundo, teniendo la más alta tasa de interés y una de las peores relaciones crédito/PIB. Sin embargo, para estos países es difícil responder a la evidencia de los datos que demuestran que sus teorías no tienen nada de exactas ni son serias.

También podemos anotar que los flujos internacionales de capital permiten a las economías emergentes contar con fondos para financiar inversiones productivas y de esta manera poder ingresar en una senda de crecimiento, pero los flujos de corto plazo pueden tener efectos muy dañinos en estas economías, por eso se requiere de la adopción de medidas de regulación para evitar al máximo posible estos efectos negativos producto del eventual ingreso masivo de

capitales especulativos para aprovechar el diferencial en las tasas de interés. Pero teniendo en cuenta que también hay ingresos de capital que son benéficos para la economía local, y por lo tanto, se debe equilibrar la balanza evitando desincentivar a éstos. Para poder construir un sistema financiero eficiente, cabe mencionar que estas medidas regulatorias de los movimientos interaccionales de capital no se deben tomar en forma aislada sino en coordinación con una buena supervisión de todo el sistema.

Contribuyendo a un tipo de cambio real más estable, las regulaciones facilitan un crecimiento sostenido soportado en las exportaciones. De igual manera resulta indispensable la creación de reformas estructurales que contemplen lineamientos dirigidos a aumentar el ahorro interno y fortalecer el sistema financiero, elementos indispensables para impulsar la inversión y junto con ella la creación de más y mejores empleos, promover los elementos necesarios para lograr que la economía mexicana se inserte de manera exitosa en el nuevo orden mundial, mediante un crecimiento sostenido, sólido y equitativo, que promueva la integración de todos los sectores sociales y todas las regiones del país en el progreso económico, y que brinde adecuadas oportunidades de desarrollo social y humano a todas las mexicanas y mexicanos.

## **Capítulo 2**

### **Desregulación Financiera y Tasas de Interés en México (1989-1994).**

Este periodo tuvo una característica común con el anterior 1982-88, estuvo antecedido por una crisis devaluatoria en 1987 pero a diferencia de aquél, no se modificó el rumbo económico, con excepción de la política monetaria, que congeló el tipo de cambio impidiendo la libre determinación de este precio; es decir, ambos periodos compartieron los fundamentos del libre mercado, ampliándose durante estos años la libertad de movimiento de las mercancías y del capital.

Durante este periodo se profundizó la liberalización financiera mediante la desregulación y reprivatización de la banca comercial, así como la autonomía de la banca central. Se continuó con la apertura económica y privatización de la economía y se implementaron nuevas políticas económicas destinadas a controlar la inflación, producto de la contracción de la actividad económica. Dada la magnitud de las reformas, expondremos cuáles fueron, para posteriormente discutir, la estructura del financiamiento de la inversión, de la captación financiera y las razones que originaron la inestabilidad del mismo sistema financiero, responsable éste, de una de las crisis más severas y profundas de la economía mexicana.

#### **2.1 Objetivos de la Desregulación Financiera en México.**

En estos años se logró sentar las bases para después concretar la desregulación del sistema financiero, restituyendo a la banca su característica de universal, junto con ello también se liberalizó la tasa de interés, además se suprimió la política del encaje legal para finalmente privatizar el sistema bancario. Se otorgó autonomía al Banco de México con el fin de asegurar la continuidad de la política económica, independientemente de los cambios políticos que después pudiesen ocurrir, se continuó con la venta de las empresas paraestatales o con participación del Estado, y se consumó una política económica que ha marcado fuertemente a la economía nacional, la firma del Tratado del Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

En lo que respecta a la política monetaria, ésta se basó en la fijación de la tasa de cambio acompañada de una tasa de interés flexible, considerada como la variable de equilibrio entre la entrada y salida de capitales y se renegó la deuda externa. Se supuso que las reformas financieras, conjuntamente con las adecuaciones de la política monetaria, debían ser la base de un crecimiento económico que, por estar determinado por mecanismos de mercado, tendría la característica de ser estable, lo cual no sucedió.

La desregulación financiera consistió en culminar el proceso de liberalización de la tasa de interés, eliminar el encaje legal y permitir la participación de inversionistas no residentes en el mercado financiero. En 1988 se eliminaron los topes de las tasas de interés de las instituciones bancarias, con la pretensión de que fueran fijadas por la oferta y la demanda, o sea, el precio debía ser determinado por las condiciones de mercado. Por lo que respecta al encaje legal, éste se eliminó por completo en 1991, previo a la desincorporación de la banca comercial del sector público. El proceso de la desaparición del encaje legal como política de fondeo del gasto público fue larga, empezó en 1985 lográndose una reducción considerable en la canalización obligatoria de recursos de los bancos al gobierno por un lado, y por el otro, en 1990 se eliminaron los controles a la tasa de interés y a la canalización de los créditos.

La supresión de la tasa de encaje legal aumentó la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado, y se complementó con el otorgamiento de una mayor autonomía de gestión a las instituciones bancarias; es decir, los bancos comerciales al no tener que destinar parte de su captación al financiamiento del gasto gubernamental, pudieron ampliar su disponibilidad de créditos y valores para financiar al sector privado. Asimismo se restituyó a la banca comercial la función de banca de inversión incluyendo fuertes divisiones bursátiles que realizaron el manejo de recursos de terceros, predominantemente a través del mercado de dinero en la bolsa de valores, relegando la actividad bancaria tradicional de emitir activos financieros. Esto modificó el orden de prioridades de la banca comercial, pasando la intermediación bursátil a representar la actividad principal de ésta.

Otras reformas importantes fueron las nuevas directrices para lograr la conglomeración financiera. A finales de 1989 se reconoció legalmente la conformación de grupos

financieros y se autorizó la constitución de agrupaciones con diversos tipos de intermediarios: casas de bolsa, casas de cambio, aseguradoras, agencias de factoraje entre otras. En 1990 se permitió la inclusión de bancos comerciales, impidiéndoles fusionarse con empresas no financieras, aunque podían realizar operaciones de factura en su representación. La desregulación de la actividad bancaria junto con la vinculación de los intereses bursátiles y bancarios, restituyó a la banca su característica de universal y además, fueron las políticas para el inicio de la reprivatización de la banca comercial que inició en 1991 y fue vendida a los principales grupos bursátiles del país.

Una de las modificaciones inmediatas después del crac bursátil de 1987 fue establecer un fondo para apoyar a las casas de bolsa y a las instituciones que pudiesen estar en problemas, es decir, se trató de evitar una crisis bursátil. Se establecieron mecanismos de autorregulación para evitar la especulación ocurrida en el periodo anterior y, se disminuyó la interferencia de las autoridades en la operación del mercado, transfiriendo algunas facultades de regulación de la Secretaría de Hacienda a la Comisión Nacional de Valores. Asimismo, surgió la figura del especialista bursátil para nivelar las cotizaciones, aunado a una nueva reglamentación más precisa en materia de información privilegiada. Finalmente, la modificación más importante del mercado bursátil fue la internacionalización de sus operaciones, lo cual permitió a las empresas mexicanas emitir acciones que podían ser compradas por no residentes, y se autorizó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, apareciendo los fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

Las reformas del mercado bursátil tuvieron como objetivo atraer capitales, especialmente foráneos, pero ello se realizó en un ambiente de convivencia con el sector bancario, permitiendo ha éste asegurar sus utilidades independientemente de realizar préstamos, porque podían comprar valores gubernamentales con tasas de rendimientos sustancialmente mayores que los de depósitos bancarios, lo cual nuevamente impidió que se desarrollara el mercado de capitales de largo plazo y especialmente de fondeo para el sector privado.

La autonomía de la banca central entró en vigor en 1994, y de acuerdo con las autoridades, tuvo como objetivo limitar el financiamiento público para evitar que el Estado incurriera en déficit, supuestamente generador de inflación, y mantener una tasa de cambio

estable. En palabras más sencillas, esta medida implicó que el Banco de México estuviera en posibilidades de expandir la base monetaria sólo en concordancia con el objetivo de la estabilidad de precios, dado que el tipo de cambio influye de manera determinante sobre el nivel de precios, el control de éstos debe estar acompañado por políticas de reservas internacionales para lo cual es necesario tener una estructura adecuada de tasas de interés.

Entonces en condiciones de escasez de divisas, el crédito interno debe adecuarse a las variaciones de las reservas internacionales lo cual se logra en un mercado competitivo mediante las variaciones de la tasa de interés Interbancaria (TIIB), que debe ser mayor que la tasa de interés sobre depósitos bancarios (TDB) y ésta, a su vez, mayor que la tasa de interés de los activos sin riesgo (CETES), para así elevar el ahorro interno y su canalización institucional. En consecuencia, la relación entre las tasas de interés debería ser de la siguiente manera:  $TIIB > TDB > CETES$  (Mantey, 1996:32).

Específicamente ante una baja no deseada de divisas el Banco Central debería contraer su crédito, lo cual presionaría a un alza de la TIIB. El nivel mayor de la tasa de las reservas monetarias debería presionar a los bancos comerciales a vender parte de sus carteras gubernamentales de corto plazo, reduciéndose la tasa de cetes y a elevar las tasas de interés que ofrezcan a sus depositantes (TDB). De esta manera la TIIB determinaría a la TDB y al resto de las tasas de interés de mercado. La autonomía del Banco de México no logró imponer la anterior estructura de tasas de interés, debido al oligopolio del sector bancario y la autonomía protegida del Banco de México. Lo primero implicó que las tasas de interés sobre depósitos se mantuvieron artificialmente bajas, y lo segundo, que la autoridad monetaria impusiera una tasa de interés sobre activos sin riesgo, con base en sus necesidades de reservas internacionales.

Consecuentemente el Banco de México primero definió el monto de reservas internacionales y con base en ello, establecía el monto necesario de deuda pública para mantener su objetivo de estabilidad de precios, con lo cual se determinaba la tasa de interés de los activos gubernamentales sin riesgo, que regían a las demás tasas de interés especialmente a la TDB. Ello provocó que se ampliara el diferencial entre las tasas de interés de los cetes y los depósitos bancarios, y se redujera, entre la tasa de interés

interbancaria y los cetes; es decir, la estructura de la tasa de interés permitió que se obtuvieran mayores rendimientos de los instrumentos sin riesgo en relación con los depósitos bancarios, misma situación con respecto al periodo anterior.

Una reducción no deseada de las reservas internacionales, generaba un aumento de la colocación de la deuda interna que disminuía el crédito interno y aumentaba la tasa de los cetes en vez de la tasa de interés sobre los depósitos bancarios, para atraer un mayor volumen de recursos al sistema financiero, tanto del mercado interno como externo (Mantey, 1996:45).

Por lo anterior se dice que en México se desarrolló una autonomía protegida del banco central, que generó ingresos monopólicos para la banca comercial, que están definidas como la diferencia entre la tasa de valores gubernamentales (cetes) y la tasa de depósitos bancarios.

La distorsión de la autonomía de la banca central, aunada a la forma de oligopolio del sistema bancario, provocó que la liberalización de la tasa de interés tuviera efectos contradictorios, por ejemplo: sí bien es cierto que los altos rendimientos ofrecidos por los valores gubernamentales trajeron importantes volúmenes de recursos externos, por otro lado, la liberalización de las tasas de interés sobre depósitos en los bancos, dio a estas instituciones la oportunidad no sólo de mantener sino de incrementar su diferencial con los activos sin riesgos. La especulación financiera cuando se aplica a un sistema bancario oligopólico y un banco central protegido, representa una fuerte carga para el erario nacional, pues la colocación de valores gubernamentales a tasas de interés atractivas constituye la base de la estabilidad macroeconómica.

El sector bancario, que resulta el más beneficiado con la desregulación, ya que puede expandir el crédito con mayor liberalidad, lejos de contribuir a atraer recursos externos y fomentar la canalización institucional de los ahorros internos -ofreciendo tasas de interés competitivos sobre los depósitos- aprovecha su poder monopólico para reducir las tasas de interés pasivas y ampliar las rentas a costa del presupuesto público (Mantey, 1996:63).

El efecto sobre el fondeo de la inversión de este tipo de políticas, fue que la tasa de interés de los depósitos bancarios resultara muy baja reduciendo la captación bancaria y generando un alto margen de intermediación (diferencial entre CETES y TDB). Consecuentemente, los préstamos bancarios debieron ser de corto plazo, y a los bancos, al igual que a los demás agentes económicos, se les abrió una opción adicional de obtener utilidades, que consistía en comprar bonos gubernamentales, desviándose dichos recursos de instrumentos que fondearan el gasto productivo. El efecto de esta política fue generar un sobreendeudamiento público sin gasto público afectando el erario nacional, lo cual conllevó a la inestabilidad financiera. Al respecto se puede decir, que esta conjunción de situaciones, atentó en contra de la propia filosofía de la política neoclásica de transformar al mercado en un eficiente captador y distribuidor de capitales.

El gobierno con el afán de reforzar las bases del modelo de acumulación, impuesto en el periodo anterior, continuó con la privatización de la economía al vender las empresas paraestatales más grandes y que causaban mayor controversia. Ello generó una fuerte reducción del flujo de ingresos del sector público, aunque obtuvo cuantiosos recursos por dichas ventas.

Asimismo se continuó con la apertura comercial que culminó con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, firmado en 1993. Uno de los objetivos de esta política fue reducir la inflación y dinamizar la inversión productiva, se creyó que la apertura comercial generaría una competencia entre los bienes transables internos y externos, imponiéndose la ley de un sólo precio, lo cual posteriormente afectaría a los bienes no transables. Eliminada la inflación, la entrada de recursos se dirigiría hacia el sector productivo, aumentando el volumen de la inversión y asegurándose su realización debido a la apertura comercial. En síntesis, los defensores de estas medidas, sostuvieron que su fin era sanear las cuentas públicas y abatir la inflación, atraer recursos externos que deberían reciclarse al sector productivo, lo cual cerraría, de manera virtuosa, el círculo apertura financiera, apertura comercial, privatización de la economía y crecimiento económico. En otras palabras, la privatización de la economía eliminaría el déficit fiscal y la apertura comercial controlaría la inflación, equiparando la tasa de rendimiento de la inversión fija de México con la de los demás países, fomentándose así el crecimiento económico.

A raíz del crac bursátil de 1987, y el estancamiento económico ocurrido en el periodo 1983-1987, se consideró que la inflación era originada por las constantes devaluaciones que mantenían equilibrado el saldo de la cuenta comercial, y la imposición de altas tasas de interés nominales cuya función era atraer ahorro interno a la estructura financiera y pagar la deuda externa.

Al respecto se señaló, debe corregirse el fuerte componente inercial y los desequilibrios del sector real. Es decir; deben cambiarse las expectativas de los agentes económicos, para lo cual es necesario estabilizar la moneda, condición que en México se cumplió, convirtiendo a la tasa de cambio en el ancla básica de los precios. Esta nueva visión sostuvo que no se podía combatir la inflación únicamente mediante el control de las finanzas públicas y de la creación de dinero, sino que era necesario recuperar la confianza del poder adquisitivo (Aspe, 1993:19).

La tasa de interés sería la variable de equilibrio del modelo, para lo cual se impuso una reforma monetaria sustentada en la paridad cambiaria nominal fija (con un posterior deslizamiento en menor proporción al diferencial de precios entre México y Estados Unidos), para que conjuntamente con la apertura comercial externa disminuyera la presión sobre los precios y las finanzas públicas (Huerta, 1994:63-64).

Específicamente se impusieron acuerdos a través de la política de los pactos, con base en el movimiento de la tasa de cambio para controlar los precios en sectores líderes y abatir los precios de insumos primarios. También se llevó a cabo una contención salarial, la mecánica fue especificar un deslizamiento diario de la tasa de cambio e imponerle una banda de fluctuación, que sería establecida por el movimiento de las reservas internacionales. La tasa de interés fue determinada por la colocación de deuda interna necesaria para mantener un monto adecuado de reservas internacionales, si entraba mucho capital externo se reduciría la colocación de la deuda interna y bajaría la tasa de interés de los bonos gubernamentales y viceversa.

Finalmente se realizó una renegociación de la deuda externa y fomento a la entrada de ahorro externo, señalado como un pilar de la política de financiamiento de 1988-1994. En

síntesis la política económica imperante en este periodo puede ser resumida en los pactos, los cuales indicaron de manera global los objetivos que debían lograrse para garantizar un crecimiento económico estable:

- Corregir en forma permanente las finanzas públicas, reduciendo el tamaño del sector público y privatizando las empresas no estratégicas (sin aclarar cuáles son éstas).
- Aplicar una política monetaria restrictiva. Una vez que se establecieron los objetivos de la inflación y de reservas monetarias internacionales, la expansión crediticia tendría lugar al momento que se consolidaran las expectativas y la reactivación del crecimiento.
- Corregir la inercia salarial. Los acuerdos de los trabajadores se centraron en el abandono de los contratos de corto plazo con indexación ex-post completa y la adopción de contratos de más largo plazo, definidos en términos de una inflación anticipada (indexación ex-ante).
- Definir acuerdos sobre precios en sectores líderes. Una política pragmática de coordinación de precios no puede incluir todos los bienes, la deflación se logra con la fijación de precios de insumos primarios y de los precios en los sectores líderes, la competencia interna y el control de la demanda agregada contribuiría a reducir la inflación de los bienes no comerciables.
- Apertura comercial: La ley de un sólo precio debería comenzar a funcionar (aunque lentamente) para fijar un límite superior a los precios de los bienes comerciables y contribuir al abatimiento de los costos de los bienes intermedios.
- Optar por el control de la inflación y la negociación de los precios líderes en lugar de la congelación total de los precios.
- Adoptar controles de precios negociados para evitar especulación y acumulación de inventarios (Aspe, 1993:29).

Los resultados de las reformas financieras y los cambios en la política monetaria parecían dar buenas señales, el producto interno bruto y la formación bruta de capital fijo (FBKF) tuvieron un crecimiento positivo, aunque la participación de la FBKF en el PIB se mantuvo relativamente baja, la inflación bajó drásticamente y se revirtió la transferencia de ahorro al exterior. En este periodo nuevamente la FBKF fue encabezada por el sector privado; es decir, la economía prosiguió con el proceso de privatización. Sin embargo, con base en las mismas estadísticas es posible detectar puntos críticos de esta nueva política económica:

- Como herencia del periodo anterior, las tasas de interés tuvieron un comportamiento peligroso en un principio, puesto que en algunos años precedentes fueron negativas incrementándose posteriormente de manera sostenida, lo cual fue una señal preocupante, porque indicaba que el gobierno se endeudaba de manera creciente para atraer las reservas internacionales (ver cuadro 1 y grafica 6 del anexo).
- Entre 1988-1994 entró mucho capital extranjero, producto de las privatizaciones y del inicio de la apertura financiera. Sin embargo, éste tuvo las características de ser en su mayoría de corto plazo y estancarse en el sector especulativo, lo que aunado al aumento peligroso del déficit de la cuenta corriente, consecuencia de la apertura comercial, generó riesgo cambiario en los años siguientes (ver cuadro 2 del anexo).
- Aumentó de manera explosiva la relación carteras vencidas a recursos bancarios totales. Es decir pese a que aumentó la tasa de crecimiento de la inversión, la banca no recuperó los préstamos que realizaba, y consecuentemente no pudo reconstituir su fondo revolvente, lo cual engendró la futura crisis bancaria, el FOBAPROA que posteriormente dio origen al IPAB.<sup>5</sup>

En este periodo la relación entre financiamiento y gasto de inversión se distinguió con respecto al anterior, en dos elementos. En primera instancia, incrementaron los créditos al

---

<sup>5</sup> Como consecuencia de la fuerte crisis en los bancos, se le autorizó al IPAB emitir valores con el único objeto de canjear o refinanciar sus obligaciones financieras, a fin de hacer frente a sus obligaciones de pago, otorgar liquidez a sus títulos y en general, mejorar los términos y condiciones de dichas obligaciones financieras.

sector privado, aunque el volumen de ellos se redujo sustancialmente con respecto a la FBKF. Posteriormente, creció la entrada de recursos externos por la liberalización financiera aunque, como veremos más adelante, el sector productivo captó una proporción menor.

Debe señalarse que la FBKF después de la crisis de finales de los ochenta, inicio una importante recuperación que se mantuvo hasta 1994, debido a la fuerte crisis que se suscito a finales de dicho año cayendo drásticamente un 29% para 1995 respecto del año inmediato anterior específicamente, posteriormente retomo su camino a la alza el cual se ha mantenido aun cuando en ciertos periodos presenta disminuciones como es el caso de 2001 con -5.64% respecto del año anterior (ver cuadro 3 y grafica 7 del anexo).

De acuerdo a datos proporcionados por INEGI, el orden de las fuentes de financiamiento con respecto a la FBKF durante este periodo 1988-1994 en promedio fueron: excedente neto de operación con 26%, asignación por consumo de capital fijo 51%, flujo de los créditos bancarios 40%, recursos externos 30% y variación de valores bancarios 2%.<sup>6</sup>

Debe señalarse que las fuentes de financiamiento interno con respecto a la inversión mantuvieron la importancia del periodo anterior, pero a diferencia de éste, no se generó un proceso inflacionario, lo cual se debió a la contención de los precios básicos de la economía, de los salarios, tasas de cambio e insumos básicos.

Haciendo un análisis más detallado de la participación de cada una de las fuentes de financiamiento encontramos que, aunque se redujo la tasa de crecimiento media anual de los flujos crediticios, debe resaltarse la modificación en la composición de los flujos de créditos. Prácticamente todo el volumen de créditos fue destinado al sector privado, cual muestra que efectivamente la liberalización cumplió su propósito de canalizar los recursos a dicho sector, con el objetivo de que se utilizara para financiar la inversión productiva. Cabe mencionar que la mayor parte de dichos recursos fueron otorgados por la banca comercial, desplazando la participación de la banca de desarrollo, eliminándose cada vez más la

---

<sup>6</sup> Citado en INEGI, Sistema de cuentas Nacionales de México, Marzo 2004.

dirección de créditos hacia sectores estratégicos del crecimiento, como es el caso del sector agropecuario.

Pese a la estructural liberalización del mercado financiero, los instrumentos bursátiles mantuvieron su lugar en el orden, en relación al peso específico de éstos, con respecto a la inversión; es decir, en comparación con el período anterior se deben resaltar dos características de este sector. En primer lugar se incrementó el índice de precios y de inversión en México además de que la liberalización financiera atrajo recursos hacia este mercado, lo cual permitió el incremento de sus precios, que debería tener un efecto positivo sobre la inversión.

En segundo lugar se debe mencionar que la estructura interna del financiamiento bursátil gubernamental tuvo constantes sustituciones e instrumentos, reflejando la política de profundización financiera. En 1989, los Petrobonos dejaron de aparecer; en 1988 surgieron los Bondes con el propósito de reducir gradualmente la emisión de cetes y así generar una sustitución a favor de bonos a largo plazo, y en 1989 se crearon los Tesobonos y Ajustabonos, que tuvieron la característica de estar ligados a la tasa de cambio y al índice de precios respectivamente y captar una alta proporción del financiamiento Bursátil, con el objetivo de retener el capital especulativo o golondrino y contrarrestar el incremento del riesgo cambiario y financiar el creciente déficit de la cuenta corriente y la especulación.

Recapitulando no obstante que desde la perspectiva neoclásica, el mercado estaba generando buenas señales, desafortunadamente se originó una nueva crisis, y ello se debió a la reducida vinculación del mercado de valores con el sector productivo. En otras palabras, se mantuvo la dominación del sector gubernamental, utilizando instrumentos de corto plazo, con el agravante de que uno de los principales instrumentos de captación estuvo ligado a la tasa de cambio, provocando un ambiente sumamente especulativo que no fue funcional al fondeo de la inversión bruta fija. En comparación con el periodo anterior, éste se caracterizó por tener una considerable afluencia de capital externo, debido entre otras razones, a la renegociación de la deuda externa, la apertura financiera, las crecientes privatizaciones que atrajeron el capital fugado de México años atrás, y a la mayor liquidez mundial especialmente desde principios de los noventa.

De lo anterior se puede deducir que la colocación neta de la deuda interna no fue utilizada para fondar el gasto de la inversión, sino que se destinó a depósitos netos del gobierno federal en el Banco de México. Específicamente entre 1991 y 1993 los depósitos netos fueron superiores a la colocación neta de la deuda interna, generándose créditos netos negativos del banco central al gobierno federal. Otro dato relevante mencionado anteriormente, fue la gran reducción del endeudamiento externo público y ello se debió a que el gobierno durante esos años, pagó créditos contratados con anterioridad (ver cuadro 4 y grafica 8 del anexo).

Podemos concluir sosteniendo que la inversión pública se financió preferentemente con recursos propios, y nuevamente el financiamiento público (créditos y valores) tuvo una reducida participación en el fondeo, provocando que en algunos años fuera negativo el crédito neto interno al gobierno federal.

## **2.2 Principales Cambios en la Evolución de las Tasas de Interés.**

El sistema financiero mexicano se acopló a los cambios del sistema monetario mundial, al transitar desde una estructura financiera basada en el mercado bancario hacia una fundamentada en el mercado de capitales, lo cual implicó profundos cambios institucionales; por ejemplo, se fortalece el mercado de capitales con el objetivo de fomentar la inversión, se liberaliza la determinación de la tasa interés y se retira al Estado de la actividad productiva. En este contexto, se analizará las modificaciones que sufrió la determinación de las tasas de interés, y se resaltarán cuáles es la tasa líder, así como cuáles fueron los movimientos de los agregados monetarios durante el periodo y cómo afectaron al crecimiento económico.

Este subcapítulo se divide en dos secciones, en la primera se describirá el comportamiento de las tasas de interés bancarias y no bancarias y en la segunda se analizará la evolución de los agregados monetarios. Iniciamos con el análisis de la relación existente entre las tasas de interés; es decir, el comportamiento de la estructura de las tasas de interés bancarias y no bancarias aunado a su relación con las tasas del mercado de dinero y el crecimiento del índice de los rendimientos de títulos del mercado de capital.

Otro grupo de tasas relevantes de la banca comercial es el de las tasas de interés de los principales instrumentos de ahorro bancario, que tienen como función recolectar el ahorro generado por el crecimiento económico. Estas tasas, también denominadas pasivas, deben ser menores que las de fondeo y las interbancarias. Consideraremos como representativas las tasas de interés pasivas de 28, 60 y 90 días, las cuales no muestran gran diferencia entre sí, dado que los depósitos de tres meses tienen menor liquidez que los de un mes, cabría esperar que las tasas de 90 días serían más elevadas que las de 28 y 60 días, lo cual no se cumple en la economía mexicana. En casi todo el período, como lo muestra la gráfica, el diferencial entre estas tasas de interés es mínimo y en algunos periodos es cercano a cero. (Ver cuadro 5 y gráfica 9 del anexo).

Los análisis anteriores indican que la liquidez de los depósitos es alta; es decir, el público prefiere invertir en instrumentos de corta maduración. Este fue un factor clave que dificultó el otorgamiento de créditos bancarios de largo plazo e impidió alargar las fechas de vencimiento de los créditos. Otra característica de la estructura de las tasas de interés es que las correspondientes a los depósitos bancarios y de fondeo se mueven en la misma dirección, sin dejar de señalar que también se denotan arios periodos. Los instrumentos gubernamentales que se han mantenido por mayor tiempo en el mercado financiero han sido los Certificados de la Tesorería (cetes) de 28 y 90 días, por lo cual se utilizan como representativos de dicho agente económico.

Debe señalarse que los instrumentos financieros gubernamentales están avalados netamente por el erario y por ello tienen los menores riesgos del mercado financiero. Dada esta característica, se supone que la tasa interbancaria debe ser superior a la de depósito y ésta a su vez, debe ser mayor que las tasas de los instrumentos gubernamentales. Esta estructura de mercado provoca que los bancos incrementen la tasa de interés de depósitos para atraer mayores volúmenes de éstos al presentarse una reducción del ingreso bancario y/o de las reservas internacionales; es decir, un aumento de la tasa interbancaria, provocado por mayores tasas de fondeo, genera incrementos en la tasa de depósitos bancarios y reducciones en la de los títulos gubernamentales.

Sin embargo en economías emergentes la situación es a la inversa debido a que el financiamiento y la captación bancaria son reducidos, de hecho la mayor parte de los rendimientos bancarios se obtiene por la compra de títulos gubernamentales (Levy, 1999:138).

Lo que significa que en economías con sistemas financieros débiles, la tasa de los instrumentos gubernamentales es mayor que la de los depósitos bancarios, y una escasez de divisas internacionales y/o una caída del ingreso bancario, inducen incrementos de las tasas de instrumentos gubernamentales, manteniendo constantes la tasa de los de depósitos bancarios (Mantey, 1998:208). Situación inmediata que prevaleció aquí en México con la desregulación financiera.

El cuadro 6 y la gráfica 10 del anexo estadístico muestra que durante casi todo el periodo las tasa interbancaria y de cetes han mantenido la misma tendencia, siendo mayor la de cetes sobre esta, así como también en comparación con la de los depósitos bancarios, por ejemplo: en la década de los ochentas periodo en que tuvo lugar la desregulación financiera, y se distingue por el incremento pronunciado de todas las tasas de interés, tanto la de los instrumentos gubernamentales como la de los depósitos bancarios y la interbancaria, en términos reales, muestran un comportamiento ascendente, presentándose bajos diferenciales entre la tasa de los cetes y la interbancaria, lo cual implica que los bancos obtenían un rendimiento muy parecido por prestar y comprar bonos gubernamentales carentes de riesgos.

Posteriormente en 1994 se distingue por un alto crecimiento económico y la apertura del mercado de capitales. Durante éste periodo bajan las tasas de interés y aumenta el diferencial entre la tasa interbancaria y la de cetes, y entre los cetes y la tasa de depósitos bancarios producto de una reducción más acelerada de las tasa de los cetes; es decir, los bancos obtienen mayores rendimientos, en términos reales, por prestar dinero con relación a la compra de bonos gubernamentales y pagan proporcionalmente menos rendimientos a los agentes que depositan sus ingresos en los bancos.

Por último, la tercera fase ocurre entre 1994 y 1996 y se distingue por un fuerte aumento de las tasas de interés incluso aparece como un anuncio de la crisis de diciembre de dicho año.

Se observa nuevamente un aumento en el diferencial entre las tasas interbancaria y cetes, lo que indica que se encarece el precio de los créditos con relación a la tasa de los instrumentos gubernamentales y se amplía el margen de intermediación entre las tasas activa y pasiva. A partir del año 2000 vuelven a reducirse las tasas y se reduce el margen entre la interbancaria y los cetes.

Los instrumentos gubernamentales en particular los cetes, tienen un papel central en la estructura de las tasas de interés por que sus altos rendimientos han atraído flujos externos y han constituido una fuente importante de rendimientos para los bancos. En otras palabras, la política del Banco Central es asumida por las autoridades gubernamentales que manipulan el precio de sus títulos en función de las necesidades de divisas Internacionales. Los depósitos bancarios no tienen una función importante en la recolección de los ahorros y por lo tanto sus rendimientos se mantienen bajos.

Hasta el momento se ha señalado que los instrumentos gubernamentales ejercen un papel determinante en la estructura bancaria de las tasas de interés. Dada la existencia del mercado de capitales sólo nos resta analizar la relación entre las tasas activas bancarias y las del mercado de dinero.

Por parte del mercado de dinero tomaremos como variable representativa a la tasa de los papeles comerciales brutos en términos reales. Estos últimos indicadores para las empresas son una forma alternativa de obtener financiamiento, y para las familias una forma diferente de mantener su ahorro.

La emisión de papeles comerciales permite a las empresas emitir títulos para financiarse generalmente a corto plazo, y los títulos de las empresas negociados en las bolsas de valores son el mecanismo tradicional de captación de inversión a largo plazo. En consecuencia, la compra de estos títulos financieros por parte de las familias permite al sistema financiero captar el ahorro generado por el crecimiento, con el cual las empresas pueden anular sus préstamos bancarios de corto plazo y garantizar un crecimiento económico estable.; es decir, se empatan las utilidades de las empresas con el financiamiento de su actividad productiva.

Otra característica relevante de estos indicadores, es que no hay diferenciales temporales perdurables entre la tasa del papel comercial y la de interés activa bancaria, aunque en algunos periodos presentan un diferencial negativo, la tasa del papel comercial es mayor que la tasa de interés activa bancaria, lo cual muestra que es más oneroso obtener financiamiento en el mercado de dinero que en el bancario.

Se puede observar ciertas oscilaciones del PIB real a diferencia del nominal en el periodo de desregulación económica que comenzó a finales de los ochenta, teniendo lugar un crecimiento de la economía en los inicios de los noventa que se interrumpe en 1994 generándose una considerable reducción del volumen absoluto de la producción entre 1995 Y 1996 y se repone a partir de 1997. Es importante resaltar que la evolución del PIB ha tenido una relación inversa con las tasas de interés, las cuales bajan a inicios de los noventa, vuelven a presentar niveles altos entre mediados de 1994 y 1996 y recuperan sus niveles normales a partir de los inicios de 1997 ( Ver cuadro 7 y grafica 11 del anexo).

La tasa de interés debe explicarse con base en los determinantes de la oferta y la demanda de dinero porque la incertidumbre es una de las características centrales del modo de producción dominante. Se ha cuestionado mucho la explicación de la teoría ortodoxa sobre los determinantes de la tasa de interés por la lentitud de los mecanismos de transmisión propuestos para alcanzar un estado de equilibrio con pleno empleo de los factores económicos. Debido a ello las variaciones del ingreso en vez de modificar la tasa de interés, corrigen los desajustes entre el ahorro y la inversión. En este contexto la tasa de interés puede afectar a la inversión, particularmente a su costo de financiamiento y la forma que adopta el ahorro. En otras palabras se cuestiona la propuesta ortodoxa de que la tasa de interés determina el nivel del ahorro y la inversión.

Los mayores niveles de crecimiento están acompañados por una demanda creciente de dinero para financiar el gasto de inversión. Por consiguiente, las políticas monetarias flexibles son una condición necesaria, aunque de ninguna manera suficiente, para garantizar el crecimiento económico. Desde otra perspectiva, se pueden promover mayores niveles de producción mediante déficit fiscales con tasas de interés constantes, lo cual implica una política monetaria flexible a fin de que las tasas de interés de corto y largo plazo se igualen.

El desarrollo de las instituciones financieras bancarias ha provocado que la tasa de interés bancaria se vuelva una tasa administrada, manipulable por las autoridades del banco central, especialmente en su dirección ascendente. En los sistemas financieros competitivos la tasa de interés de fondeo adquiere un papel fundamental en la estructura de las tasas de interés. Es decir, las autoridades monetarias manipulan el precio de dinero a través del costo de los préstamos que otorga el banco central a la banca comercial, lo cual afecta a los demás segmentos del mercado financiero porque se supone la igualación de las tasas de interés en equilibrio.

El sistema financiero mexicano tiene una estructura diferente en las tasas de interés, la tasa de los títulos gubernamentales es mayor que la de los depósitos bancarios. Por consiguiente se consiguen movimientos de la liquidez mediante cambios en la tasa de los títulos gubernamentales, generándose altos costos financieros al erario. El sector bancario no genera movimientos de tasas en los demás segmentos del sector financiero; por el contrario, sufre modificaciones por los cambios en las tasas de los títulos gubernamentales. Las tasas de los depósitos bancarios no son instrumentos eficientes para incrementar el ahorro financiero.

Específicamente, se encontró que la tasa de los cetes actúa como pivote en la estructura de las tasas de interés, afectando a la tasa bancaria y la del mercado de dinero y de capital. Por consiguiente, las autoridades bancarias están limitadas en su objetivo de modificar las tasas de interés. Ello depende de las decisiones gubernamentales, sujetas a las variaciones de los flujos de capital externo, imitándose con ello la autonomía otorgada al Banco de México en 1994.

Par finalizar podemos sostener que la tasa de interés es una variable monetaria influenciada por instituciones y movimientos de los agregados monetarios. En México, las autoridades gubernamentales, en vez del banco central, inciden en el movimiento de las tasas de interés y las autoridades bancarias controlan la base monetaria; por tanto, la autonomía del Banco de México es limitada. Finalmente, debe señalarse que una condición suficiente, más no necesaria, es contar con una política monetaria flexible para garantizar el crecimiento económico.

### **2.3 Las Tasas de Interés en Función de la Inflación y el Tipo de Cambio.**

Los movimientos de las tasas de interés pueden afectar el precio de prácticamente todos los tipos de valores, por tanto tienen una influencia directa sobre el precio de mercado de los títulos de deuda, tal como los valores de los mercados de dinero, bonos e hipotecas. Por el contrario, las tasas de interés tienen un efecto indirecto sobre el precio de las acciones y los tipos de cambio. Debido a que los movimientos de precios de los derivados son afectados parcialmente por el valor de los instrumentos subyacentes, el precio de los mismos representa instrumentos de deuda o acciones o divisas que son influidos por los movimientos de las tasas de interés. Por lo tanto, todos los que participan en los mercados financieros deben vigilar muy de cerca los movimientos de las tasas de interés para poder reestructurar sus posiciones en valores y aprovechar cualquier movimiento de dichas tasas.

Estos movimientos afectan también al valor de la mayor parte de las instituciones financieras, tanto el costo de los fondos para las instituciones de depósito como el interés que se recibe en algunos préstamos son afectados por los movimientos de las tasas. Además, también lo son los precios de mercado de los valores, como los bonos, que conservan las instituciones, ya sean de depósito o no, por ello los administradores de las instituciones financieras siguen estrechamente los movimientos de las tasas de interés para aprovecharlos cuando les son favorables o reducir su tenencia cuando no lo son.

La inflación afecta las tasas de interés debido a su efecto sobre la oferta y demanda de ahorros. Consideremos el caso hipotético de que se espera un aumento de la inflación, las familias que ofrecen sus recursos pueden reducir sus ahorros a cualquier tasa de interés para hacer más compras ahora, antes de que se eleven los precios, este cambio de conducta se refleja en un desplazamiento hacia adentro ó izquierda de la curva de oferta de ahorros, pero también las familias y las empresas pueden estar dispuestos a tomar más créditos a cualquier nivel de tasa de interés, también para comprar productos antes de que se eleven los precios, y este comportamiento se refleja en un cambio hacia afuera ó derecha de la curva de demanda de ahorros. La nueva tasa de interés de equilibrio, punto B es mayor al punto A, gracias a los cambios de conducta de los ahorradores y de los demandantes de ahorro (ver el gráfico 12 del anexo).

*EFECTO DE FISHER.* Hace más de 50 años, Irving Fisher elaboró una teoría para determinar la tasa de interés, dice que los pagos nominales de interés compensan a los ahorradores en dos formas, en primer lugar compensan la reducción del poder de compra de los mismos y en segundo lugar les ofrecen un premio adicional por dejar de consumir en el presente. Los ahorradores están dispuestos a dejar de consumir sólo si reciben un incentivo sobre sus ahorros superior a la tasa inflación pronosticada, como se muestra en la siguiente ecuación:  $i = E(\text{INF}) + i_r$

Donde:

$i$  = tasa de interés nominal o cotizada

$E(\text{INF})$  = tasa de inflación esperada

$i_r$  = tasa de interés real

Esta relación entre tasas de interés e inflación esperada se conoce como efecto de Fisher, en donde la diferencia entre el interés nominal y la tasa de inflación esperada es el rendimiento real para el ahorrador, después de hacer los ajustes necesarios debido a la reducción del poder de compra en el periodo en cuestión. Se conoce como tasa de interés real por que a diferencia de la tasa de interés nominal, se ajusta de acuerdo con la tasa de inflación esperada. Se puede despejar la ecuación anterior para expresar la tasa real de interés como:

$$i_r = i - E(\text{INF})$$

Si la tasa de interés nominal fuera igual a la de la inflación esperada, la tasa de interés real sería de cero, pero los ahorros acumulan intereses en la misma medida en que se espera que los precios se incrementen, de modo que el poder de compra de los ahorros seguiría estable. La relación entre las tasas de interés nominal y de inflación esperada se muestra en la gráfica 6 del anexo estadístico, periodos en que la relación ha sido relativamente directa, contrario a lo que muestra la tendencia de la tasa de interés real la cual ha sido sumamente baja en comparación con la nominal.

La tasa de interés real de un periodo futuro puede proyectarse restando la tasa de inflación esperada, de la tasa de interés nominal que se espera para ese periodo, desafortunadamente

como es difícil calcular la tasa de inflación esperada, también es difícil estimar la tasa de interés real. Cuando la inflación es mayor que la anticipada, la tasa de interés real es relativamente baja, los deudores se benefician porque obtuvieron préstamos con una tasa de interés nominal menor que la que se les hubiera aplicado si la inflación se hubiese pronosticado con mayor precisión. Cuando la tasa de inflación es menor a lo anticipado, la tasa de interés real es relativamente alta, lo cual perjudica a los deudores. En todo este texto, el término tasa de interés se emplea para designar la tasa nominal, es decir la que se cotiza, no obstante, no podemos olvidar que gracias a la inflación, el poder de compra no se eleva necesariamente durante los periodos con tasas de interés crecientes.

El inicio de una liberalización financiera obliga a trabajar con estabilidad cambiaria, por lo que presiona a las autoridades monetarias a establecer tasas de interés internas por arriba de la tasa de interés internacional, además de cubrir el diferencial de precios internos versus externos para poder captar capitales y poder financiar el déficit externo, así como también incrementar las reservas internacionales y asegurar la estabilidad cambiaria. De tal forma, la tasa de interés no puede responder a las necesidades financieras y de crecimiento de la esfera productiva, sino que se establece en función de las necesidades de entrada de capitales.

Los límites superiores e inferiores de la tasa de interés nacional, dependerán del nivel de la tasa de interés mundial, del nivel del tipo de cambio interno y del tamaño y apertura de la economía interna, donde los diferenciales de la tasa de interés inducen flujos de capital internacional en los mercados de cambio (Moore, 1998:73).

La interrelación entre la tasa de interés y el tipo de cambio que se da en el contexto de liberalización financiera, nos conduce a no tener política monetaria y tasa de interés adecuadas para el crecimiento, ni política cambiaria para mejorar la posición competitiva de la producción nacional y para ajustar el déficit del comercio exterior, por lo que la economía termina enfrentando permanentes desequilibrios financieros internos y externos, que nos condenan a políticas contraccionistas, como a la promoción de mayor entrada de capitales, lo que lleva a la economía a caer en un círculo vicioso. La política de estabilidad cambiaria exige que la política fiscal se subordine a tal objetivo, por lo que tiene que predominar la restricción del gasto público y la privatización de empresas públicas, para alcanzar la

disciplina fiscal y así disminuir la demanda agregada y las presiones sobre precios y sobre la balanza de comercio exterior, y con ello evitar la inestabilidad del tipo de cambio.

La política de disciplina fiscal al restringir la demanda agregada y las presiones sobre importaciones, reduce la demanda de divisas por un lado, y por otro, influye en las perspectivas de estabilización monetaria y cambiaria, aspecto favorable que crea confianza para una mayor entrada de capitales, incidiendo en una mayor oferta de divisas y contribuyendo a la apreciación de la moneda nacional.

Al subordinarse la política fiscal en favor de la política de estabilidad cambiaria, se reducen significativamente los subsidios hacia la esfera productiva, los gastos de inversión y de bienestar social y se comprometer el crecimiento de los sectores estratégicos en poder del Estado, así como la infraestructura necesaria para impulsar la dinámica económica sostenida.

La política fiscal al restringir el mercado interno, contribuye directamente a reducir la dinámica de acumulación y a acentuar los problemas de insolvencia que desestabilizan al sistema bancario. La entrada de capitales que hace posible la estabilidad cambiaria, se traduce en aumento de la deuda pública interna, debido al proceso de esterilización que tiene que realizar el gobierno para evitar el impacto inflacionario de la entrada de capitales.

Una deuda pública en aumento origina presiones crecientes sobre las finanzas públicas, lo que obliga a la economía a mantener políticas fiscales contraccionistas, así como un permanente (pero cada vez más limitado) proceso de privatizaciones de empresas públicas para evitar caer en déficit públicos crecientes. La restricción fiscal tiende a frenar la actividad económica y el crecimiento del empleo. De tal forma, los requerimientos crecientes de entrada de capitales en que nos coloca la globalización, llevan a incrementos del endeudamiento interno del sector público que nos conducen a una crisis fiscal y de la economía.

Para mantener un endeudamiento externo (privado o público) capaz de cerrar el balance de pagos y aumentar las reservas, el banco central usa tasas de interés elevadas y emite deuda pública interna, en ritmo creciente, que termina produciendo un déficit público de naturaleza

financiera cuyas consecuencias finales también son conocidas: una crisis fiscal galopante y una desvalorización de la deuda pública (Tavares, 1997:112).

Asimismo el incremento de las tasas de interés a que obliga la estabilidad cambiaria, tiene impacto directo sobre las finanzas públicas y del sector privado y también sobre el sistema de la banca comercial. El sector bancario se ve afectado tanto por el mayor costo de su deuda interna como por la apreciación cambiaria, la cual reduce la competitividad y la dinámica de acumulación, lo que origina problemas de insolvencia que afectan el crecimiento de la inversión como la estabilidad bancaria.

La inestabilidad bancaria ha obligado al gobierno a transferir recursos a dicho sector para evitar su quiebra generalizada y la deflación de la deuda y de los activos. Ello ha significado transferencias de recursos públicos, traduciéndose en mayor deuda pública interna que presiona sobre las finanzas públicas (Huerta, 2002:269).

Las políticas monetaria, cambiaria y fiscal predominantes en la globalización financiera, han conducido a la inestabilidad del sistema bancario, lo que frena la disponibilidad crediticia interna y coloca a la economía en un contexto de mayor dependencia en torno a la entrada de capitales y del acceso a los mercados financieros internacionales.

#### **2.4. Tasas de Interés y los Flujos de Capital Externo.**

La liberalización financiera al permitir el libre movimiento de los capitales, tiende a generar vaivenes y fluctuaciones en los mercados financieros internacionales, lo cual coloca a los países en situaciones de alta vulnerabilidad e inestabilidad dadas las presiones que origina sobre el comportamiento de las Bolsas de Valores, en el tipo de cambio y en las tasas de interés. La liberalización financiera y la consecuente internacionalización de los mercados de capitales, de dinero y de divisas, obliga a los gobiernos y bancos centrales a trabajar con monedas estables (en términos nominales) para asegurar las condiciones de rentabilidad que exige el capital internacional que opera en tales mercados, evitar la desvalorización de dicho capital, las prácticas especulativas y la inestabilidad financiera que se deriva de ello.

Ante la imposibilidad macroeconómica, productiva y financiera interna para alcanzar la estabilidad monetaria y del tipo de cambio, los llamados países emergentes han procedido a promover entrada de capitales para así financiar y obtener tal estabilidad monetaria-cambiaria (Huerta, 2002:161).

La entrada de capitales ha permitido financiar el déficit de cuenta corriente de balanza de pagos y configurar grandes cantidades de reservas internacionales, las cuales son necesarias para hacer frente a embates que pueden provenir de los constantes cambios de los mercados financieros internacionales, para asegurar la estabilidad monetaria-cambiaria y la libre convertibilidad. Los requerimientos de entrada de capitales para financiar nuestra inserción en el proceso de globalización y para alcanzar la estabilidad cambiaria, han pasado a ser mayores dadas las crecientes presiones que se presentan en el déficit de cuenta corriente. Ello también se refleja en los altos niveles de las reservas internacionales que la liberalización financiera necesita para asegurar las condiciones de confianza en la estabilidad cambiaria, esta situación ha llevado a las autoridades monetarias y hacendarías a privilegiar políticas económicas en favor de la entrada de capitales.

La política de estabilidad monetaria-cambiaria es requerida por la entrada de capitales, debido a que asegura la rentabilidad real en términos del dólar. Para alcanzar dicha estabilidad, se ha procedido a anclar el tipo de cambio en una paridad semifija al dólar, que tiende a apreciar la moneda nacional y en consecuencia a abaratar al dólar. Para viabilizar esta política se procede a establecer políticas monetarias, fiscales y crediticias contraccionistas, para evitar presiones sobre precios y sobre el sector externo, que pudiesen desestabilizar el tipo de cambio. Sobresalen también las altas tasas de interés, y los procesos de internacionalización de activos públicos y privados, para estimular la entrada de capitales y contar con el financiamiento para cubrir el déficit externo y tener suficientes reservas internacionales que sustenten tal paridad cambiaria. Junto a estas políticas, cabe resaltar la permanente disminución del crecimiento de los salarios reales para reducir las presiones de costos y de demanda sobre precios como sobre el sector externo.

Resumiendo se opta por subordinar la política económica nacional a favor del capital financiero internacional, para asegurar su ingreso al país y financiar la estabilización

monetaria y propiciar un cierto crecimiento económico. Por desgracia éste tipo de políticas económicas colocan (a la economía que las implanta), en un contexto de alta vulnerabilidad en torno al comportamiento de la tasa de interés internacionales, así como de la actuación de los mercados financieros y del capital financiero internacional.

Somos prisioneros de la tasa de interés y del tipo de cambio y más dependientes de las oscilaciones de los mercados financieros (Tavares, Octubre 1997:37).

La política de anclaje del tipo de cambio, junto a las altas tasas de interés, la disciplina fiscal y el creciente proceso de internacionalización de los activos nacionales, han sido pieza clave en la promoción de la entrada de capitales, y esta combinación marca el patrón de financiamiento de nuestra inserción en el proceso de globalización, así como de la estabilidad cambiaria y la reducción de la inflación.

En relación con esto *Maria Concepción Tavares* nos dice: La sobre valuación del tipo de cambio es señal característica de un modelo de financiamiento de un patrón monetario a través del endeudamiento externo (Tavares, 1998:43).

De tal forma, la reducción de la inflación y el crecimiento de la actividad económica alcanzados, se han sustentado en la entrada de capitales y no sobre bases productivas y financieras. La reducción de la tasa de inflación ha descansado en la reducción de salarios reales, en la apreciación del tipo de cambio y la apertura comercial generalizada que llevan al desequilibrio de la balanza comercial, y han obligado a establecer una severa política fiscal y del crédito interno con elevadas tasas interés para disminuir las presiones sobre precios, el sector externo y recalando, para promover entrada de capitales.

#### **2.4.1 Inversión Extranjera Directa**

En años recientes los masivos flujos de capital provocaron bruscos ajustes de la oferta monetaria de los países receptores, lo cual afectó a las tasas de interés, en general los cambios son impulsados por grandes inversionistas institucionales que buscan un mayor rendimiento

para sus capitales, estos inversionistas por lo general invierten en títulos de deuda de los países en los cuales las tasas de interés son altas y se espera que la moneda no se devalúe.

El déficit de cuenta corriente tiende a volverse estructural debido a los problemas de competitividad, los rezagos productivos que están detrás del déficit de comercio exterior y los pagos crecientes por concepto del servicio de la deuda externa incrementada en que ha caído la economía. El déficit de cuenta corriente se mantiene en altos niveles a pesar de los bajos ritmos de crecimiento de la economía, debido a que el contexto de apertura comercial y de apreciación cambiaria ha aumentado las presiones sobre la balanza de comercio exterior. Asimismo, la dependencia creciente de entrada de capitales en que hemos caído como consecuencia de la inserción en el proceso de globalización, ha incrementado las transferencias al exterior por concepto del pago del servicio de la deuda externa y transferencia de ganancias.

Las dificultades estructurales para la recomposición del equilibrio de la balanza comercial y el hecho de que el propio esquema de financiamiento externo realimenta el déficit en la cuenta de servicios de las transacciones corrientes, en función del aumento del stock de capital extranjero y del crecimiento los gastos de intereses, refuerzan la tendencia a un endeudamiento creciente (Tavares, 1997:124).

El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos no puede ser financiado permanentemente con la entrada de capitales, debido a los altos niveles continuos de sobreendeudamiento y al riesgo cambiario configurado, lo cual tiende a frenar la entrada de capitales ante el temor de insolvencia y de ver desvalorizado su capital, por consiguiente, la existencia de problemas estructurales en los países receptores en relación con el exterior, harán cada vez más difícil su financiamiento y más aun, considerando la frágil situación en que se encuentran los mercados financieros internacionales, por lo que una crisis de deuda y estructural están latentes.

El modelo de funcionamiento de un patrón monetario a través del endeudamiento externo que da muestras de agotamiento, lleva a una crisis cambiaria abierta (Tavares, 1998:43).

De acuerdo a las cifras de INEGI respecto de los flujos de capital por países seleccionados, estos fluyeron principalmente hacia los cinco países más grandes de la región a principios de los noventa, recibiendo en conjunto el 77% del total, siendo México y Argentina los que captaron una mayor proporción, México recibió el 54% y Argentina el 14% del total de los flujos destinados a América Latina, lo que equivale al 6.0 y 7.6% de su PIB respectivamente.

La inversión extranjera en México desde finales de los ochenta hasta 1994 mantuvo una tasa de crecimiento positiva en particular en 1991 año en el cual se observa un incremento del 191.72% respecto del año anterior, lo cual se puede considerar producto de la apertura comercial iniciada por el gobierno de Salinas que terminaría siendo realidad con la entrada en vigor del TLCAN. También han registrado periodos negativos como fue el caso de 1994-1998 particularmente en 1995 dada la crisis económica de ese año. En 1999 repunta significativamente con un incremento del 223.58% respecto de 1998 (Ver cuadro 8 y gráfica 13 del anexo).

Entre los factores cruciales que han permitido el retorno de los Flujos privados de capitales a América Latina se puede mencionar a los siguientes. Primero, el acelerado crecimiento y la globalización de los mercados mundiales de capital, en particular de bonos y acciones. Segundo, la drástica caída de las tasas de interés a corto plazo en dólares estadounidenses, así como la prolongada recesión en Estados Unidos y el lento crecimiento en Europa que han desalentado aún más la inversión ahí. Tercero, dicho auge en los mercados bursátiles de la región en gran medida fue posible por las modificaciones en la regulación financiera estadounidense, que facilitó la colocación de acciones de empresas extranjeras en su propio mercado.

En 1990 después de tres años y medio de su gestión, la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos aprobó la Regulación S y la Disposición 144<sup>a</sup>. La Regulación S es una rectificación del Acta de Valores de 1933 (Ley Glass-Steagall), con la cual es posible que emisores extranjeros puedan colocar acciones entre inversionistas estadounidenses sin necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio.

La Disposición 144<sup>a</sup> es más que una innovación y ha sido clasificada como la regla que puede permitir a Estados Unidos entrar en competencia con otros mercados de valores. Esta regla crea una excepción sobre el registro en Estados Unidos de recompra de ciertas acciones por los inversionistas institucionales calificados (QIB'S). Los valores no requieren registro para su intercambio en Estados Unidos, basta con que un inversionista calificado tenga al menos 100 millones de dólares en valores, o 10 millones para broker/dealer, propios o invertidos en acciones de emisores no afiliados.

De esta manera a través de los American Depositary Receipts (ADR'S) y los Global Depositary Receipts (GDP'S) que se emiten en el marco de la Regulación S y la Disposición 144<sup>a</sup>, los emisores pueden hacer colocaciones privadas entre grandes inversionistas. Así, la regulación S y la regla 144<sup>a</sup>, permiten que las ofertas extranjeras tengan acceso a los mercados financieros de los Estados Unidos; que inversionistas institucionales que por su cuenta ó a través de una representación de inversionistas individuales, negocien valores de emisoras extranjeras, y que instituciones estadounidenses realicen ofertas de valores extranjeros en mercados foráneos, por ello se ha dicho que la SEC ha hecho posible un mercado financiero global (Ortiz, 1992:42).

Por otra parte la presencia de nuevos flujos de divisas se acompañó tanto de servicios crediticio s ya probados como de innovaciones financieras que se han dado en los últimos años. En este sentido han jugado un papel muy importante los nuevos instrumentos y técnicas financieras adoptadas en los mercados financieros externos.

Es evidente que una de las condiciones básicas para tener acceso a los flujos de capital externo y alentar la repatriación de capitales fue la reducción de los desequilibrios macroeconómicos internos que presentó la región durante la década de los ochenta. Éste fue precisamente el punto central en los procesos de renegociación de la deuda externa, en el marco del Plan Brady y de las reformas estructurales promovidas por el FMI y el Banco Mundial. En este contexto destaca el proceso de privatización de la mayoría de las empresas estatales y la colocación de acciones en los mercados extranjeros. Todo ello ha permitido la restauración o el acceso voluntario a los mercados financieros.

Sin embargo es importante señalar que los flujos netos de capital privado hacia América Latina no dependen sólo de las circunstancias económicas y políticas de la región, sino también del equilibrio ahorro-inversión en el resto del mundo, de los diferenciales en las tasas de interés y de la eficiencia y estabilidad de los mercados internacionales financieros y de capital. Estos factores pueden, en última instancia, determinar la duración y la continuidad de dichos flujos.

Los nuevos flujos de capital que ha venido recibiendo la región han asumido características nuevas. No ha recibido refinanciamiento, en particular no ha recibido nuevos créditos de la banca comercial; se trata más bien de su acceso al mercado de capitales. Efectivamente, se trata de una ampliación del movimiento de titulación que se inició lentamente en la segunda mitad de la década de los ochenta y que cobró mayor dinamismo entre 1989 y 1990, como resultado de la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady.

Cabe señalar que el proceso de regreso a dichos mercados se realiza mediante una amplia gama de instrumentos financieros y con la participación de una extensa variedad de mercados, inversionistas y prestamistas. En efecto, se basa en la colocación de títulos, en los mercados estadounidenses y europeos, de empresas públicas o privadas e incluso emisiones de gobiernos que vinculan directamente su costo para los prestatarios y las garantías a las expectativas de comportamiento económico de los países y empresas.

Por su parte el mercado secundario de deuda que contribuyó en su momento a sanear el balance de los bancos acreedores, pero que implicaba también incentivar con mayor descuento a los prestatarios de peor comportamiento, quedó superado a través de este nuevo procedimiento, aunque no lo sustituye.

Son cuatro los mecanismos a través de los cuales se han logrado nuevas divisas:

- La colocación de obligaciones en los mercados financieros de Estados Unidos tanto de empresas públicas como privadas.
- La emisión de acciones y su colocación en los mercados externos a través de productos financieros derivados.

- La repatriación de capitales, que bien puede tomar la forma de adquisición de activos desde los mercados externos, y
- Préstamos bancarios voluntarios e inversión extranjera directa.

Estos últimos se encuentran estrechamente vinculados a los términos de la renegociación de la deuda externa, ya que en estos procesos se acordaron paquetes de recursos crediticios como parte del menú del Plan Brady, he intercambio de deuda por inversión directa (swaps).

En cuanto a la colocación de obligaciones en los mercados financieros externos por parte de las empresas públicas y privadas, se vio favorecida por las técnicas financieras utilizadas, incluyendo el establecimiento de garantías. Por su parte, la colocación de acciones de empresas de la región en el exterior ha sido de tal magnitud que algunos de los mercados bursátiles latinoamericanos han sido comparados con los mercados emergentes del mundo: Malasia y Hong Kong.

La inversión extranjera directa fue y es una fuente importante ya que representó casi el 35% de los flujos totales hacia la región. La IED alcanzó altas proporciones en Venezuela principalmente por la privatización, en Chile por nuevas inversiones y, en menor medida, en Argentina por la privatización, aunque también por nuevas inversiones.

Las inversiones en cartera tuvieron una menor participación, representaron 16% del total de los flujos privados en 1991 con montos muy importantes en México y Argentina. Entre 1989 y 1990 México, al igual que Chile, obtuvieron una parte significativa de las inversiones en cartera en América Latina. Bajo este contexto, el regreso de capitales hacia América Latina ha cobrado importancia, se calcula que en 1990 ésta ascendió a 7,000 MDD en los cinco principales países de la región, lo que representa 40% del total de la fuga de capitales estimada. Según algunos analistas esta proporción pudo haber sido similar en 1989 si esto es así ello significa que más del 50% del capital que entra a la región proviene de inversionistas latinoamericanos, pero esto no niega que a medida que aumenta la rentabilidad de dichos flujos aumente el ingreso de capitales propiedad de inversionistas extranjeros (West, 1991:72).

En México aunque es muy difícil cuantificar la adquisición de participaciones accionarias de algunas de las mayores empresas, es muy probable que desde mediados de 1990, ésta haya tomado la forma de repatriación de capitales, dado que por la vía de la participación en el mercado externo de acciones de empresas locales se elimina el riesgo cambiario involucrado en la repatriación, además de que permite el anonimato y facilita el manejo fiscal. De la misma manera, es muy probable que la conversión de deuda en acciones u otros activos locales (swaps), también haya sido un instrumento de repatriación de capitales. Argentina y México realizaron conversiones de deuda en capital asociadas a programas de privatización.

Según la Corporación Financiera Internacional perteneciente al Banco Mundial, las bolsas latinoamericanas registraron en 1991 el siguiente crecimiento: Argentina 392%; Colombia 174% Brasil 152% México 100% Chile 90% Venezuela 34.7%, en términos de dólares. Cabe mencionar que en el caso de México, la sola privatización de Telmex produjo en 1991 la más grande oferta mexicana de títulos y la mayor oferta de activos netos internacionales por parte de un mercado emergente.

Es interesante observar que ante los menores rendimientos en su país, los inversionistas estadounidenses hayan incrementado sus inversiones en América Latina, a pesar de que las tasas de interés europeas fueron mucho más altas que las de Estados Unidos. Esto manifiesta que los mercados financieros mundiales aún no están totalmente integrados.

La reforma económica emprendida en la región bajo los lineamientos del FMI y el Banco Mundial, en el marco de lo que se ha denominado "Consenso de Washington" ha abierto un espacio para este tipo de expansión del capital, en particular la acelerada privatización, la creación de fondos de pensión, la desregulación en el mercado de valores para facilitar la presencia extranjera, la flexibilización de los controles crediticios, los cambios en el régimen de inversión extranjera directa y los cambios en el sistema tributario.

Así mientras que en el pasado se comprometían las políticas y capacidad de pago de los estados nacionales, incluso la deuda externa privada fue incluida en los paquetes de negociación y, de hecho, garantizada por sus gobiernos, ahora se compromete la capacidad de pago y a través de los ADR's Y GDR' s, la rentabilidad de las empresas públicas y privadas.

Bajo este contexto, las fusiones y adquisiciones por inversionistas extranjeros podrían llegar a expandirse en la región durante el nuevo milenio, aunque ya se inició este proceso desde finales de los ochenta y principios de los noventa.

Existen ejemplos importantes, como es el caso de Telmex y algunos servicios financieros en México. Cabe mencionar que no todo tipo de empresas participan en este endeudamiento, destacan por su magnitud: bancos, empresas de comunicación, energía, cemento y comerciales y líneas aéreas. Ante esta situación, las desigualdades en la región podrían agudizarse y el crecimiento económico, si bien no sería nulo, sí se tomaría desigual y sumamente polarizado.

Por ello es necesario fortalecer la estrategia frente a la deuda externa y considerar cautelosamente los elementos coyunturales que han permitido este retorno de algunas de las economías de la región a los mercados financieros internacionales.

En la inversión extranjera directa es evidente que no todos los sectores económicos participan de este endeudamiento externo; sobresalen las empresas de los sectores de la industria manufacturera, comunicación y transporte, de la construcción, de comercio y por supuesto de servicios financieros (ver cuadro 9 del anexo).

Entre las empresas que han buscado este tipo de recursos para fortalecer su situación financiera se encuentran: Transportación Marítima Mexicana (TMM), Telmex, Cemex, Tamsa, Maseca, Grupo Cifra, Peñoles, Bimbo, Gigante, Liverpool, Sanborns, Sears, Crisoba, Celanese, Kimberly Clark, Bancomer, Banamex, Serfín, Ericson; entre otras.

#### **2.4.2 Inversión Extranjera de Cartera.**

En los últimos años la Bolsa Mexicana de Valores ha experimentado cambios muy importantes, entre los cuales sobresale el proceso de globalización e internacionalización de sus operaciones. Es evidente que dicho proceso fue preparado y estimulado por la reestructuración económica y jurídica del sistema financiero emprendida en 1988, por el

proceso de privatización llevado a cabo por el gobierno de Salinas, y por la expectativa de la firma del Tratado de Libre Comercio con Norteamérica. Asimismo, las modificaciones a la Regularización S y a la Regla 144<sup>a</sup>, aprobadas por la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos, jugaron un papel decisivo en este proceso de internacionalización.

Efectivamente México entre otros países latinos se ha perfilado como uno de los mercados emergentes más dinámicos en términos de la inversión extranjera en cartera. Entre 1990 y 1993 ésta mostró una tasa de crecimiento promedio anual del 125.12%, como en otros indicadores tras la crisis de 1995, desde 1994 presenta una fuerte fuga de capital para luego recuperarse hasta 1996. Del total de la IEC el mercado accionario ha captado mucho más capital que el mercado de dinero en todo el periodo, lo que significa que este, el mercado accionario, ha sido sumamente rentable para los inversionistas extranjeros (ver cuadro 10 y grafica 14 del anexo).

Se estima que no son más de 150 grandes inversionistas los que han adquirido los ADR's y GDR's, con grandes ganancias en el boom de los llamados "mercados emergentes" de América Latina en apenas dos años. Si bien la "toma de utilidades" anticipada y desordenada podría precipitar un crack de las bolsas locales y, por tanto, un descenso en las cotizaciones de dichos valores; no obstante, es probable que esos inversionistas se interesen en lograr una reconfiguración de sus carteras en la medida en que los precios de dichos papeles se establezcan y surjan otros con mayores expectativas. Estos últimos bien podrían ser nuevos títulos procedentes de los mismos mercados (Correa, 1992:29).

En la estructura de la inversión extranjera de cartera sobresalen los ADR's y GDR's, que de representar casi el 53% en 1990 pasaron al 73.8% en 1992. Le siguen las acciones de libre suscripción, que mantuvieron una participación promedio del 18% durante el periodo 1989-1992 (ver cuadro 11 del anexo).

Por otra parte es sorprendente cómo ha adquirido mayores proporciones la colocación de títulos del gobierno mexicano en el extranjero, a lo que habría que agregar la compra de títulos de deuda externa del gobierno mexicano por parte de inversionistas extranjeros. Con respecto a lo primero la inversión extranjera en valores gubernamentales se observó un

importante crecimiento desde inicios de los noventa siendo los cetes los que encabezan esta forma de endeudamiento externo del sector público, ya que su participación supera a todos los demás instrumentos. Ello a pesar de la contracción que presentó los cetes en 1992-93 y 1995-96. Es decir se sigue considerando este título gubernamental como una magnífica alternativa de inversión para los ahorradores nacionales y extranjeros. Si se compara la tasa cetes con la de un Certificado de Depósito a un mes en Estados Unidos, se observa un diferencial de varios puntos porcentuales a favor de los instrumentos nacionales (ver cuadro 12 y grafica 15 del anexo).

Este nuevo tipo de endeudamiento del gobierno ha provocado modificaciones en la estructura de la tenencia de títulos del gobierno federal, siendo predominantemente mayor la proporción en manos del sector externo, en detrimento de la participación del sector bancario, no bancario y del Banco de México. La menor participación del Banco de México en la deuda del gobierno también se explica por la mayor demanda de títulos en el mercado secundario, lo que ha provocado que esta institución se desprenda de valores de su cartera incrementando la de otros.

Otro elemento que ha favorecido el descenso de su saldo es la estrategia de convocar cantidades similares a las que vencen, disminuyendo con ello su participación en la tenencia de valores gubernamentales. Se considera que para 1991 los colocadores de papel mexicano bien pudieron haber ganado entre 400 y 500 millones de dólares (Correa, 1992:32-37).

Entre las firmas más importantes que han liderado las colocaciones mexicanas se encuentran: Goldman Sachs, City Bank, J .M. Morgan, Bankers Trust, First Boston, Salomon Brothers, Bear Stearns, Swiss Bank, Deutschebank, Chase Manhattan. La mayor parte de las operaciones han sido hechas por los intermediarios extranjeros, los nacionales han participado como asesores locales.

## Capítulo III

### Liquidez y Tasas de Interés en el Periodo 1995-2003

El presente capítulo incluye dentro de los principales indicadores de la liquidez y las tasas de interés al tipo de cambio, la inflación, la tasa de interés conocida como la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE), y los CETES. Comenzando con el tipo de cambio, la situación de la liquidez en cuanto a lo que se refiere a la política monetaria y el comportamiento de las tasas de interés, para concluir con la inversión extranjera directa (IED).

El resultado de la aplicación de políticas liberalizadoras de la actividad económica (tipo de cambio, tasas de interés, encaje legal, la privatización de empresas paraestatales, etc.) y la importancia que ha tenido para el gobierno el control de la inflación sobre otros aspectos de la actividad económica, ha dado como resultado que a nivel interno, el incentivo para invertir, dadas las altas tasas activas, sea escaso, aunado al hecho que la demanda efectiva esta contraída, es decir el mercado interno esta ya a sus limites de capacidad de absorción de la oferta; la única posibilidad de salida de los productos o mercancías que se producen en exceso, es decir que podrían generar un crecimiento mayor es con destino al exterior.

Lo anterior deja al modelo económico a expensas del comportamiento del crecimiento de los socios comerciales, pero dado las constantes recesiones económicas a nivel global, no se tienen buenas expectativas de crecimiento, por tanto, el resultado ha sido una mayor dependencia del sector exportador, que a partir de las reformas hechas al tipo de cambio y la liberalización de la actividad comercial, ahora la competitividad entre México y las demás naciones se transforma en un problema con tres alternativas:

- Mantener subvaluado el tipo de cambio de manera constante.
- Aumentar la competitividad del trabajo, para lo cual de acuerdo con el nivel tecnológico imperante,<sup>7</sup> solo se puede realizar en el corto plazo con una mayor

---

<sup>7</sup> Porque si el nivel tecnológico se incrementara, el nivel que se requiere de los trabajadores para utilizar esta nueva tecnología también tendría que aumentar y por tanto como lo resume Keynes si el salario real de una

explotación de la fuerza de trabajo,<sup>8</sup> lo cual se logra solamente de acuerdo con la normatividad vigente,<sup>9</sup> disminuyendo el salario real o incrementando el nivel de utilidad por horas hombre trabajadas, lo que implica mayor desgaste físico y mental del trabajador lo cual tampoco parece muy viable por las presiones sindicales y la cultura laboral imperante, y

- Incrementando el nivel tecnológico, lo cual implica un cambio en el paradigma productivo, pero que para el caso de México al menos en el corto plazo parece ser imposible. Por tanto para poder salir de este dilema de decisión ahora llamado *trade off* y basados en los planteamientos shumpeterianos<sup>10</sup> y keynesianos,<sup>11</sup> los cuales son muy claros en cuanto a que antes de haber producción, debe haber demanda y dado que para el caso de México la demanda esta totalmente contraída, la producción no se puede ampliar hasta que no se amplíe la demanda efectiva y eso es precisamente lo que no hace el gobierno mientras su modelo se basa en teorías monetaristas de corte ortodoxo que no permiten la acción gubernamental directa en cuanto al gasto y el empleo.

El modelo económico implantado en México desde la puesta en marcha de la liberalización comercial para cumplir con los requerimientos de organismos financieros internacionales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional que hicieron necesaria la apertura

---

persona ocupada es igual al valor que se perdería si la ocupación se redujera en una unidad, por lo tanto el salario real de una persona ocupada es el que hasta precisamente para provocar la ocupación del volumen de mano de obra realmente ocupado, de acuerdo con la teoría "marginalista" a cada trabajador se le paga de acuerdo con su productividad y una vez aumentada esta, es obvio que el salario debe ser mayor.

<sup>8</sup> De acuerdo con la teoría marxista de la plusvalía.

<sup>9</sup> Puesto que no se permite extender la jornada laboral sin una retribución extra y de acuerdo a ciertas restricciones.

<sup>10</sup> Las condiciones externas dadas, y las necesidades del individuo aparecen como los factores decisivos del proceso económico, cooperando ambos en la determinación del resultado. La producción sigue a la necesidad; va, por así decir, a las órdenes de ella. Shumpeter, Joseph A. "Teoría del desarrollo Económico" FCE México. 1997. p. 25

<sup>11</sup> "el costo de uso sea negativo (si) [...] la inversión o el uso de factores en la producción haya venido creciendo durante este tiempo, pero sin que haya transcurrido el necesario para que el incremento de producción alcance la etapa final y se haya vendido." Además, la demanda efectiva es simplemente el ingreso global (o importe de ventas) que los empresarios esperan recibir, incluyendo los ingresos que hacen pasar a manos de los otros factores de la producción por medio del volumen de ocupación que deciden conceder. La función de demanda global relaciona varias cantidades hipotéticas de ocupación con los rendimientos que se espera obtener de su producto; y la demanda efectiva es el punto en que la función de demanda global llega a hacerse efectiva porque, considerando en conjunción con las condiciones de la oferta, corresponde al nivel de ocupación que lleva al máximo la expectativa de ganancias del empresario, Keynes, Op. Cit. p. 53-54.

comercial y la desregulación financiera para conseguir la reestructuración de la deuda y la obtención de nuevos financiamientos, corrigió algunas variables macroeconómicas como la inflación y la balanza comercial, pero algunas otras como el nivel salarial y el nivel de empleo se vieron afectados gravemente, lo cual ha retrasado el desarrollo social. De acuerdo con este planteamiento para lograr el desarrollo social en cuanto a sus variables de empleo y nivel salarial, así como del crecimiento de la inversión productiva, es necesario aplicar políticas activas de control de las tasas de interés, inversión pública en sectores estratégicos entre otras; las cuales se fundamentan en los supuestos keynesianos y shumpeterianos de los ciclos y el efecto de la demanda agregada sobre la producción. La forma como se ha logrado el control inflacionario no es por el control de la oferta monetaria, sino por la restricción al consumo que provoca contracciones en el mercado y con esto se mantienen los niveles de precio. El aumento o disminución del crédito bancario, afectado por las políticas del banco central y del gobierno federal, en su afán por liberalizar ó restringir a los agentes financieros, repercute en México en mayor medida en la esfera del consumo y no en la inversión productiva.

El aumento o disminución del crédito bancario afectado por el Banco Central con sus políticas restrictivas o de liberación, repercute en la producción en mayor medida en la esfera del consumo que en el de inversión productiva, dado que es mayor el volumen que se maneja en el mercado de dinero que en el de capitales. La manera como se ha disminuido la inflación, es disminuyendo el crédito, restringiendo el consumo, de donde se contrae el mercado y se disminuye la producción, el nivel de desempleo aumenta y por tanto se contraen los precios lo cual no permite un crecimiento mas rápido y sostenido en los niveles de producción y consumo en el país.

### **3.1 Tipo de Cambio, Inflación y Tasas de Interés.**

Desde 1949 y hasta 1976 el régimen cambiario en México era fijo, en un régimen de tipo de cambio fijo el Banco Central es quién determina el valor de la moneda. En este esquema el Banco Central sólo podía imprimir papel moneda en la medida en que ingresaran dólares a la economía nacional; es decir, tenía que haber un perfecto equilibrio en sus cuentas monetarias

si deseaba mantener la paridad. Sin embargo, durante los 12 años que abarcan el período 1971-1982 y que comprenden los sexenios de los presidentes Luis Echeverría y José López Portillo, ambas administraciones se caracterizaron por los siguientes sucesos económicos:

- Un incremento excesivo del gasto público, provocando un marcado déficit público, mismo que hubo de financiarse mediante la contratación de deuda interna y externa, e incluso a través de la impresión de dinero incrementado el circulante.
- El desequilibrio de las finanzas públicas se inicia cuando el gobierno decide incrementar su participación en la economía mediante la supuesta nacionalización de empresas de todos tipos, las cuales fueron adquiridas y expropiadas utilizando fondos públicos. Este hecho aunado a la mala administración de las mismas generaron un mayor déficit presupuestal. Como consecuencia del excesivo gasto público aumentó el circulante en la economía, lo que trajo como consecuencia una mayor demanda agregada, lo que generó de manera inmediata un acelerado incremento de los precios.

Como consecuencia de las presiones anteriores, durante el último año del gobierno de Luis Echeverría el peso empieza a fluctuar, para que de septiembre a diciembre de 1976 se presente la primera devaluación durante la cual la paridad se dispara de 12.50 a 22.00 pesos por dólar, lo que significó una depreciación del 76%.

A partir de 1976 y hasta agosto de 1982 cambia la política cambiaria y se aplica un sistema mixto, es decir, un régimen de cambio fijo pero ajustable. En este sistema las autoridades monetarias tenían la facultad de ajustar el tipo de cambio cuando surgieran desequilibrios en las cuentas nacionales. Bajo este esquema de deslizamiento controlado, nuestra moneda osciló durante cuatro años entre los 22 y 25 pesos por dólar.

Sin embargo en agosto de 1982 se presenta la más grande devaluación nunca antes registrada: una depreciación del 500%, que hizo que el tipo de cambio pasará de 25.00 a 150.00 pesos por dólar. Posteriormente en septiembre de 1982, último año de López Portillo y hasta diciembre del mismo año mes en que inicia la administración de Miguel de la Madrid,

se establece un régimen de tipo de cambio dual y de deslizamiento controlado, imponiendo rigurosos controles cambiarios. A partir de ese año y hasta a diciembre de 1987, el sistema cambiario se rigió bajo un modelo de tipo de cambio dual y de deslizamiento controlado, pero flexible en los controles de cambio.

Un régimen dual significa que existen dos tipos de cambio: uno controlado y que era aplicado a las operaciones de exportación, importación y servicio de la deuda, y otro libre, aplicable a servicios turísticos, viajes, e importaciones. Durante ese período el peso se depreció en cerca del 300% y se observan los más altos índices inflacionarios pasando de dos a tres dígitos en 1987, durante 1988 último año de la administración de Miguel de la Madrid, se continúa con un régimen dual y se establece el tipo de cambio de flotación manejada.

Durante la presidencia de Carlos Salinas de Gortari, se mantiene el régimen de tipo de cambio dual con deslizamiento controlado, comúnmente conocido como de bandas cambiarias controladas. Este sistema se basaba en las perspectivas del gobierno a principios de año, a partir de las cuales se establecían bandas en las cuales el peso podría flotar libremente, pero de antemano se sabía ya cuál iba a ser el nivel de depreciación para el mes siguiente e incluso para finales del año. Si por alguna razón la cotización rebasaba las bandas establecidas, el Banco de México intervenía en el mercado haciendo que la cotización volviera a la normalidad, Para hacer esto posible el gobierno debía mantener una estricta disciplina fiscal y un combate frontal a la inflación, así como contar con reservas suficientes para poder hacer frente a movimientos especulativos, si es que deseaba que la paridad se mantuviera en las bandas programadas.

A partir de 1993 se implanta un régimen de tipo de cambio flotante y se cambia la denominación del peso restándole tres ceros (se aplica una desmonetización). En este régimen de tipo de cambio teóricamente son las fuerzas de la oferta y la demanda quienes fijan el valor de la moneda. Este sistema se mantuvo durante el período del presidente Zedillo y en la actualidad con el presidente Vicente Fox (ver cuadro 13 del anexo).

En el anexo estadístico en cuadro 15 muestra una evolución reciente del tipo de cambio a nivel interbancario en compra y venta, se observa claramente que el tipo de cambio ha ido en

aumento desde 1995, sin embargo, aunque a partir de 1998 parece tender a estabilizarse, nuevamente en el 2002 vuelve a tomar su tendencia ascendente, lo cual muestra que aun hace falta mejorar la competitividad ó productividad de las empresas para poder mantener estable el tipo de cambio, para no tener que depender de las tasas de interés externas e internas para mantener estable al resto de la economía.

### **3.2 La Liquidez y su Impacto en el Comportamiento de la Tasa de Interés.**

Como hemos visto, el objetivo primordial de la política monetaria durante los últimos años, es el de contribuir a la reducción de las tasas de inflación y mantener con ello el poder adquisitivo de la moneda. A partir de la adopción del régimen de libre flotación cambiaria, como consecuencia de la crisis de balanza de pagos de 1994 - 1995, el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política que orientaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad. En esas circunstancias, la política monetaria asumió el papel de ancla nominal de la economía, pero cuando las presiones inflacionarias resultan incongruentes con los objetivos, se ha restringido la política monetaria a través de ampliaciones del corto.

Como funciona el corto: El Banco de México interviene como regulador del efectivo (Liquidez) para asegurar que la demanda sea igual a la oferta, para esto calcula la demanda día a día y a través de una subasta diaria, inyecta o retira dinero para asegurar que no haya sobrante o faltante, el Banco Central permite que los bancos depositen ó giren dinero diariamente a través de una cuenta en dicho Banco.

Así, después de haber realizado las operaciones del día, los bancos comerciales conocen su saldo preeliminar del cierre de sus cuentas, a partir de ese momento se permite a los bancos realizar transferencias entre ellos, con el fin de cubrir la mayoría de sus faltantes con los sobrantes de otros bancos y no con un sobregiro con el banco central, ya que si un banco tiene un sobregiro acumulado; es decir, que el promedio total de sus depósitos y giros en un periodo

de 28 días sea a favor del banco de México, las autoridades monetarias le cobran una tasa de interés muy elevada, equivalente a 28 días multiplicado por dos.

Cuando se amplía el corto (contra el circulante) el Banco de México propicia un aumento de las tasas de interés nominales de corto plazo y una mejoría de las expectativas de inflación, el incremento de las tasas de interés reales y la mejoría de las expectativas de inflación que induce una ampliación del corto, influyen sobre la evolución de los precios de la siguiente forma:

- En primer lugar, el incremento de las tasas de interés reales, por medio de su efecto sobre las decisiones de ahorro e inversión de las personas y empresas, reduce el ritmo de expansión de la demanda agregada.
- En segundo lugar, un aumento de las tasas de interés, además de reducir la demanda de crédito, puede también limitar la oferta del mismo.
- En tercer lugar, los incrementos de las tasas de interés hacen más atractiva la inversión en bonos, disminuyendo la demanda de acciones, por lo que el valor de mercado de estas últimas se reduce, y
- En cuarto lugar, las tasas de interés más elevadas inducen una apreciación ó menor depreciación del tipo de cambio.

Como vemos el corto ha sido un instrumento muy eficaz por parte de la política monetaria, pero restrictiva de la actividad económica pues incrementa las tasas de interés, inhibiendo el consumo y reduciendo las expectativas de inflación.

Sin embargo sea considerado la posibilidad por parte de las autoridades monetarias, de cambiar el corto por la implementación de las tasas de interés como lo hace la Reserva Federal de los Estados Unidos, mandando señales más claras por parte del Banco de México. Esta medida es conveniente, ya que de implementarse provocaría menos volatilidad en las tasas de interés, aunque por otra parte podría presionar y elevar el tipo de cambio, además puede resultar transparente y evitará que el Banco de México flexibilice ó restrinja la política

monetaria, entonces será más fácil determinar cual será el nivel que deberá tener la tasa de interés en el mercado. Por otra parte en países donde opera la tasa de referencia ha probado ser un instrumento efectivo en cuanto a la baja de los niveles inflacionarios.

Este incremento en la estabilidad macroeconómica ha sido resultado de la combinación de dos factores:

- La caída en la varianza de las perturbaciones de oferta, y
- Un incremento en la eficiencia de la política monetaria en México.<sup>12</sup>

El desempeño de la política monetaria se puede evaluar utilizando el concepto de *trade-off* entre la variabilidad de la inflación y la del producto que la autoridad monetaria enfrenta, dado que la política monetaria puede mover al producto y a la inflación en la misma dirección, esta puede contrarrestar completamente las perturbaciones de demanda, mientras que las perturbaciones de oferta obligaran a la autoridad monetaria a decidir entre aceptar mayor variabilidad en la inflación ó en el producto. En comparación con la década de los ochenta México ha experimentado una mayor estabilidad macroeconómica en lo que respecta a las variables de la inflación y de la producción industrial durante la década de los noventa, esta mayor estabilidad ha sido el resultado combinado de una reducción en la varianza de las perturbaciones de oferta agregada y de una política monetaria mas eficiente.

El concepto de inflación desde un punto de vista macroeconómico se define como el aumento sostenido y generalizado de los precios. Las variaciones en los precios que tienen su origen en aspectos relacionados con la oferta agregada, como las innovaciones tecnológicas ó los factores climáticos, ejercen influencias de una sola vez sobre el nivel de precios y por consiguiente, su efecto sobre la inflación es solamente temporal. Este tipo de variaciones en los precios generalmente se conoce como cambios en precios relativos, por el contrario, cuando las variaciones en los precios obedecen a cambios en la demanda agregada, el efecto sobre la inflación perdura por más de un periodo, en particular, por el numero de periodos

---

<sup>12</sup> Solo se contemplan los efectos de política monetaria sobre la estabilidad macroeconómica, dado que los efectos (estabilizadores o desestabilizadores) de la política fiscal, se incluyen dentro de las perturbaciones de la demanda agregada.

durante los que se mantiene el exceso de demanda, por consiguiente, el concepto de inflación desde un punto de vista macroeconómico se refiere a las variaciones en los precios que se dan como resultado de excesos de demanda.

Los trabajos de Cecchetti y Blinder de 1997<sup>13</sup> argumentan que aún cuando en teoría la definición de la inflación desde un punto de vista macroeconómico es fácil de entender, en la práctica es difícil de medir. La medición de la inflación generalmente se hace a partir de las variaciones en un índice de precios que busca estimar el costo de la vida para un consumidor representativo. Por consiguiente al definir la inflación como los cambios en dicho índice, se incorporan en ésta no sólo las variaciones en precios que obedecen a consideraciones por el lado de la demanda, sino también el efecto que sobre los precios pueden tener aspectos del lado de la oferta.

Sin embargo, aun cuando en el largo plazo la inflación del índice general de precios es una buena guía para la conducción de la política monetaria, en la práctica los bancos centrales se ven en la necesidad de actuar en el corto plazo. Lo anterior sugiere que uno de los retos más importantes que enfrentan los responsables de la política monetaria, es identificar en el corto plazo que parte de las variaciones en el índice general de precios se debe a variaciones en los precios que son comunes a todos los precios de la economía y que parte se explica por los cambios en los precios relativos. No obstante de lo anterior se puede observar una mejora sustancial en lo que se refiere al control de la inflación, hay un descenso constante desde 1996 y en lo subsiguiente (Ver gráfica 6 del anexo).

### **3.3 Tasas de Interés y los Flujos de Capital Externo.**

En los últimos 10 años la afluencia de IED ha registrado un crecimiento muy significativo, mas de la mitad de estos ingresos tuvieron por destino el sector manufacturero durante este periodo, en especial en aquellas orientadas a los mercados de exportación, La participación

---

<sup>13</sup> Citado en Banco de Mexico. *Metodología para el cálculo de la inflación subyacente*. En informe sobre la inflación Enero-Marzo 2000 p. 53-59

de la industria maquiladora en la afluencia de inversión extranjera ha aumentado en forma considerable durante los últimos años. Los ingresos de IED al sector manufacturero se dirigieron hacia esa actividad, estos recursos se utilizaron básicamente para importar maquinaria y equipos necesarios para la producción, estas inversiones se realizan mediante la aportación de activos fijos por parte de las empresas matrices en el extranjero a sus filiales de México, bajo contratos de comodato, *préstamo gratuito*, en virtud de los cuales el uso del activo se transfiere sin costo a la maquiladora para que desarrolle su actividad, pero no se le otorga la propiedad del bien; por consiguiente, la empresa mexicana no puede reportarlo en su contabilidad.

Entre 1994 y 1998 un 37% de los flujos de IED se dirigió a los servicios, en particular al comercio y los subsectores financiero y de las telecomunicaciones. En la mayoría de los casos, los inversionistas extranjeros han ingresado al mercado mexicano mediante la adquisición de paquetes accionarios de entidades financieras, principalmente bancos, compañías de seguros y administradoras de fondos de pensiones, así como de cadenas locales de comercio detallista. La caída del precio de los activos ocasionada por la devaluación del peso ha incentivado este proceso, que ha sido particularmente intenso en el caso de la transferencia.

Indudablemente el flujo de capitales registrado en este periodo, se debe en gran parte a la importante estabilidad macroeconómica que el país ha venido presentando, contribuyendo en gran medida las tasas de interés dentro de la política monetaria, por un lado manteniendo los niveles inflacionarios en un dígito y al mismo tiempo haciendo atractivo el flujo de capitales hacia dentro; por ejemplo, en la estabilización de la economía después del efecto tequila, México para salvar al sistema financiero se diseñó un paquete de ayuda externa de 50,000 MDD, de los cuales Estados Unidos aporta 20,000 MDD, el FMI 17,800 MDD, los bancos centrales del G-10 10,000 MDD a través del Banco de Pagos Internacionales y los bancos comerciales 3,000 MDD.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Citado en Boletín del FMI, Febrero 13 de 1995 p.45

En lo fundamental, este "paquete de ayuda" tiene como objetivo salvar a los grandes inversionistas norteamericanos y mexicanos. Como contraparte, se implementa un fuerte plan de austeridad cuyo contenido es: reducción del PBI en 1,5% en 1995; reducción del déficit de cuenta corriente del 8% del PBI en 1994 a 4% en 1995 y reducción de la inflación. Para alcanzar estos objetivos, el programa se centra en una política de austeridad salarial, crediticia y de precios, respaldada por una fuerte reducción del déficit fiscal.

## Capítulo IV

### **Determinación de la Evolución Reciente de las Tasas de Interés y los Flujos de Capital en México (2001-2003)**

A raíz del rompimiento del sistema monetario internacional Bretton Woods (1973) aumentó de manera drástica la liquidez internacional generándose la liberalización y globalización del sistema financiero, lo cual provocó que los tipos de cambio se volvieran flexibles y las tasas de interés dejaron de ser determinadas únicamente por las expectativas internas de cada país.

El estar insertos en la globalización implica cumplir con parámetros de estabilidad monetaria y cambiaria por ello la política monetaria se ha encaminado a alcanzar este fin aun a costa del crecimiento económico; es decir, la liberalización financiera y la necesidad de entrada de capitales obliga a tener estabilidad monetaria y una política cambiaria favorable a dichos capitales.

La liberalización económica y la consecuente internacionalización de los mercados de capitales, obliga a las economías a trabajar con estabilidad monetaria y en el tipo de cambio para generar las condiciones de confianza y rentabilidad al capital financiero que opera en los mercados.

Para alcanzar la reducción de la inflación se establecen políticas de disciplina fiscal así como políticas monetaristas prudentes, altas tasas de interés y tipos de cambio apreciado, que afectan el crecimiento de las economías, su dinámica de acumulación y sobre todo aumenta las presiones sobre el sector externo que desestabiliza al sector bancario nacional y aumenta su vulnerabilidad.

Las condiciones de estabilidad monetaria pasan a depender del comportamiento del capital internacional y no de las condiciones productivas y financieras internas que se deterioran con ésta política (Huerta, 2000:47).

#### 4.1 Restricción Monetaria y Tasas de Interés.

En México la implementación del modelo económico de crecimiento basado en el esquema monetarista, influyo determinadamente en la instrumentación de la política monetaria; es decir, según el mandato constitucional del Banco de México, el objetivo prioritario de la política monetaria es la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.<sup>15</sup>

Se considera que las altas tasas inflacionarias deterioran el crecimiento económico, la distribución del ingreso y los salarios reales, por ello el objetivo prioritario de la política monetaria es mantener una inflación baja y estable, lo cual constituye, en teoría, la mejor contribución que un Banco Central puede hacer para aumentar el bienestar de la población. Frente a esta visión de la política monetaria es necesario entender en que consiste dicha política, para poder detectar los cambios ocurridos.

La política monetaria es definida como el conjunto de acciones implementadas por la autoridad monetaria, orientadas a influir sobre la composición de la cartera de activos de los agentes económicos (Ortiz, 2001:148).

Sus principales variables son:

- Variables instrumentales: Se dividen en dos grupos, las ortodoxas, que contempla operaciones de mercado abierto, manipulación de la tasa de redescuento y manipulación de la tasa de reservas bancarias. Y no ortodoxas, manipulación de la tasa de interés, control selectivo del crédito, financiamiento del déficit fiscal, política cambiaria y control de cambios.
- Variables intermedias: Dentro de este conjunto se encuentran la oferta monetaria, la tasa de interés, las reservas bancarias, la composición del crédito y el tipo de cambio.
- Variables objetivo: Hacen referencia al crecimiento del producto, del empleo, a la eliminación de la inflación y al equilibrio de la balanza de pagos.

---

<sup>15</sup> Citado en Banco de México, *Programa Monetario 2001*, p 59.

Las variables instrumentales actúan directamente en las variables intermedias, que a su vez influyen en la dirección del cambio y nivel de las variables objetivo. Así tenemos que bajo este modelo de crecimiento la política monetaria ejercida por el Banco de México, emplea como principal variable instrumental las operaciones de mercado abierto, que actúan directamente sobre la base monetaria (variable intermedia) y a su vez influyen en la dirección y cambio de la inflación (variable objetivo). Por tanto se considera como única variable objetivo de la política monetaria a la inflación, puesto que mediante un buen control de ésta se evita el deterioro del crecimiento económico, de la distribución del ingreso y de los salarios reales. Por supuesto, en teoría.

La crisis financiera de 1995 modificó la estrategia de política económica, tendiente a evitar un mayor efecto inflacionario y recobrar la tranquilidad en el mercado financiero; es decir, en un entorno en donde el Banco de México conseguía su autonomía y existían niveles escasos de reservas, ya no podía ser utilizado el manejo del tipo de cambio para reducir la inflación, estableciéndose un esquema de flotación sucia del tipo de cambio.<sup>16</sup>

Para abatir la inflación la opción del Banco Central fue controlar la liquidez; es decir, mediante el manejo de la base monetaria y por consecuencia del crédito interno en función de los niveles de activos internacionales. De esta forma se aplicó una política monetaria restrictiva de corte monetarista para reducir los efectos inflacionarios desde el lado de la demanda, aunque esto implicó a corto plazo, una contracción de la actividad del sector real de la economía (Martínez, 2000:36).

Bajo esta perspectiva para combatir la inflación se debe contraer la base monetaria (control de la liquidez) que se ve reflejado en una contracción de la producción, debido a que se hace más atractivo el mercado financiero para depósitos, disminuyendo la inversión productiva. Tal argumento se puede comprobar a través del crédito interno neto:

$$\text{Crédito interno neto} = \text{Base Monetaria} - \text{Activos Internacionales.}$$

---

<sup>16</sup> Para algunos analistas, la flotación del tipo de cambio es sucia, ya que el banco central interviene en el mercado: es decir, si observa que el incremento en la demanda de dólares es por especulación, aumenta la oferta de dólares para lograr que el tipo de cambio fluctúe alrededor de su nivel normal.

Si los activos internacionales son mayores a la base monetaria, el saldo del crédito interno neto será negativo, reflejando un proceso desinflacionario y una política monetaria restrictiva. Este saldo lo esteriliza el Banco de México. Si la Base Monetaria es mayor a los activos internacionales el saldo será positivo, reflejando que la economía atraviesa problemas de inflación creciente con alto déficit en finanzas públicas. A partir de 1995 el crecimiento de los activos internacionales netos fue superior a la base monetaria, lo cual corrobora la instrumentación de una política monetaria restrictiva tendiente a controlar los niveles inflacionarios (Ver cuadro 15 y grafica 16 del anexo).

La esterilización de la entrada de capital externo mediante la colocación de valores públicos en el mercado doméstico, ha implicado la elevación de los activos internacionales, asociado a una contracción del crédito interno por parte del Banco de México, que se ha reflejado en la elevación de los cortos impuestos (Martínez, 2000:37).

La restricción monetaria influye de forma decisiva en el comportamiento de las tasas de interés, el comportamiento histórico de las tasas de interés nominal demuestra que siempre serán más altas que el nivel de inflación que se presenta en la economía, existiendo así una alta correlación entre la inflación y tasas de interés a largo plazo, por tanto tenemos que a menor inflación menores tasas de interés nominales y reales y viceversa.

De esta forma las políticas monetarias restrictivas para competir por los flujos internacionales de capital y los compromisos de las políticas fiscales para esterilizar la generación excesiva de liquidez internacional han mantenido elevadas las tasas de interés real durante el último cuarto de siglo desalentando la inversión productiva, al mismo tiempo, la desregulación y las innovaciones financieras han elevado la rentabilidad del capital especulativo (Mantey, 1998:41).

#### **4.2 La inflación, Tipo de cambio y la tasas de interés en el siglo XXI**

La globalización financiera ha modificado las características de los activos financieros, el monto y la variabilidad de la tasa de interés, así como el régimen del tipo de cambio, teniendo

efectos más intensos en los países en desarrollo y de manera particular en México, debido a que generó una creciente inestabilidad financiera expresada en:

- a) Incrementos en el volumen de la tasa de interés y su variabilidad.
- Modificación de la estructura del tipo de cambio de fijo a variable, y
- Una mayor actividad bursátil dominada por activos financieros de corta duración y desligados del financiamiento de la inversión (Levy, 1998:204).

El sistema monetario internacional reformado en conjunción con la tendencia mundial hacia la desregulación de los servicios financieros, el desarrollo de nuevos productos en este campo, y los avances tecnológicos en informática y telecomunicaciones han constituido un ambiente favorable a la inversión especulativa a costa de la inversión productiva; es decir la desregulación financiera, no ha sido proporcional al crecimiento de la economía real, por tanto todos los activos financieros que se están creando ante la imposibilidad de lograr una valorización de largo plazo, se mueven de un lugar a otro en busca de una valorización a corto plazo.

El alza de la tasa de interés a que obliga la liberalización financiera para controlar la salida de capitales y estimular la entrada de éstos, impacta negativamente sobre la inversión y la actividad económica, así como contra los sectores endeudados y el sector bancario. Dicha política estimula más la canalización de recursos hacia la esfera financiera en detrimento de la esfera productiva (Huerta, 1998:164).

En este entorno de globalización financiera las condiciones que son necesarias para propiciar la entrada de capitales son: La estabilidad monetaria-cambiaría y tasas de interés que permitan cubrir los riesgos devaluatorios, y aquí en México para poder cumplir con la estabilidad monetaria-cambiaría, se han instrumentado las siguientes medidas:

- De 1982-1994 el tipo de cambio funciona como ancla nominal de precios y

- De 1995 a la fecha, el tipo de cambio deja de funcionar como ancla a la inflación y se inicia una flotación del mismo, convirtiéndose el control de la liquidez en el principal instrumento para atenuar el crecimiento de los precios.

Realizando un análisis de estos dos periodos tenemos que, para el primero, en agosto de 1982 se anunció la instrumentación de dos tipos de cambio: el preferencial y el libre, el primero se mantendría con un deslizamiento controlado y enfocado al servicio de la deuda; el segundo sería para el resto de las operaciones en divisas y permanecería libre.

Esta política cambiaría fue el eje que determinó muchas otras variables, por ejemplo, en 1986 el uso de dos tipos de cambio, generaron una severa devaluación de la moneda, alrededor de 30.2% en promedio en relación con el año anterior, para mantener márgenes amplios de subvaluación que restringieran las importaciones y estimularan las exportaciones.

Junto con esta medida se intentó aumentar los ingresos fiscales, para contrarrestar la pérdida de ingresos fiscales provenientes de Pemex, mediante el aumento de precios y tarifas del sector público y autorizando alzas a precios de productos controlados por encima de la inflación promedio. Estas políticas, monetaria y cambiaria contraccionistas, fueron contrarrestadas parcialmente con una política fiscal más bien expansiva al aumentar el gasto público, lo que dio como consecuencia una elevación drástica del déficit fiscal.

El anclaje del tipo de cambio después de la devaluación de octubre de 1987 y su posterior fijación de marzo a diciembre de 1988, tuvo un papel significativo en la estabilidad de la economía, en virtud de que su deslizamiento prefijado llevado hasta noviembre de 1994, redujo presiones importantes sobre la inflación interna y las tasas de interés (Martínez, 2000:39).

El anclaje del tipo de cambio contribuyó en el proceso de reducción de la inflación que México comenzó a registrar desde 1988 y que perduró hasta 1994. Esta menor inflación influyó en la generación de un aumento en la tasa de interés real, que permitió mantener una mayor afluencia de capitales y un fortalecimiento del mercado financiero mediante el financiamiento de la banca comercial, lo que favoreció el crecimiento del PIB.

Para evitar que el tipo de cambio se convierta en una fuente inflacionaria, se inicio un blindaje financiero. El blindaje financiero tiene como objetivo central fortalecer el comportamiento de las variables claves de la economía, inflación, tasas de interés, tipo de cambio, déficit en cuenta corriente y finanzas públicas, acordes a los principios del modelo neoliberal. A raíz de la devaluación del tipo de cambio se profundiza el modelo monetarista de política económica, al establecer como columna vertebral de la estabilización económica al control de la base monetaria, con objetivos antiinflacionarios (Martínez, 2000:50).

Para el segundo período, control de la liquidez y flotación del tipo de cambio, desde 1995 a la fecha, a partir de la adopción del régimen de libre flotación consecuencia de la crisis financiera 1994-1995, el tipo de cambio deja de funcionar como variable instrumental que orientaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad, así la política monetaria asume el papel de ancla nominal de la economía.

La evolución de la política monetaria ha tenido como convergencia un esquema de objetivos de inflación, que se basa en la aplicación de medidas discrecionales de política monetaria con el propósito de alcanzar los objetivos de inflación propuestos.

En dicho esquema tiene un papel fundamental el anuncio de las metas explícitas de inflación para el mediano y largo plazo y la estrecha comunicación del banco central con la sociedad, de aquí que en la actual política monetaria, el control de la liquidez se convierte en el principal instrumento para combatir la inflación.<sup>17</sup>

Para evitar las presiones inflacionarias del tipo de cambio se busco que el incremento de los activos internacionales, fuera mayor que el de la base monetaria para poder respaldarlo. Si los activos internacionales son mayores a la base monetaria, el saldo del crédito interno neto será negativo, indicando que si la gente decide retirar su dinero depositado existe un respaldo y por tanto no se tiene que devaluar la moneda. Pero si la base monetaria es mayor a los activos internacionales, el saldo del crédito interno neto será positivo, indicando que si la gente decide retirar su dinero depositado, no existe un respaldo, por tanto se tiene que devaluar la moneda.

---

<sup>17</sup> Citado en Banco de México, *Informe Sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2002*.

Este mecanismo se puede observar en cuadro 16 del anexo estadístico, en donde se demuestra que partir de 1995 se busco respaldar el tipo de cambio, a través de mantener un monto de activos internacionales superior a la base monetaria (crédito interno neto negativo). Por esta razón uno de los efectos que ha tenido la política de estabilización económica, iniciada en 1995, ha sido una menor volatilidad del tipo de cambio.

Los requerimientos de entrada de capitales y la necesidad de evitar saltos bruscos y adversos en el movimiento de capitales llevan a las autoridades monetarias a no recurrir al ajuste cambiario en función del poder de compra de la moneda, sino que se inclinan por la estabilidad del tipo de cambio.

Los gobiernos se aprestan a promover la entrada de capitales para que estos financien la estabilidad cambiaria y la aprecien para que retroalimiente la entrada de capitales y obtener así financiamiento para el crecimiento (Huerta, 2000:53).

Por lo que respecta a la tasa de interés, la liberalización económica al aumentar el déficit externo y los requerimientos de entrada de capitales, y al internacionalizar los mercados de capitales mantiene latente el riesgo de contagio, por lo que hace que la tasa de interés interna deje de responder a los requerimientos para el crecimiento económico, y tenga que estar determinada para prevenir y frenar acciones especulativas que desquicien la economía, y atraer capitales externos para el financiamiento de los desequilibrios que se derivan de la liberalización económica.

En este nuevo entorno las tasas de interés dejaron de responder a los requerimientos de la inversión; es decir, están siendo utilizadas para hacer más atractivo el mercado financiero. El incremento en la inflación que produjo la crisis financiera de 1994-1995 se vio reflejada en inmediato en la tasa de interés que de un nivel de 19.30% en 1994, paso a un nivel 48.44% en 1995 y en una desestabilización de mercado financiero.

Para hacer frente a la crisis se inicio la instrumentación de una política monetaria que estipula que la mejor manera de controlar la inflación es a través del control de la base

monetaria, por tanto a partir de 1995 se presenta un mayor control de la base monetaria que permitió garantizar las condiciones indispensables para la entrada del capital.

En otras palabras, estabilidad monetaria-cambiaria y tasas de interés que cubrieran los riesgos de devaluaciones, los resultados de la aplicación de tales medidas se hacen evidentes desde 1996. Todo lo anterior permitió tener el panorama requerido por el capital financiero para fluir en grandes cantidades hacia México y contribuir al aumento de los activos internacionales.

#### **4.3 Comportamiento Actual de los Flujos de Capital en México y la importancia de la Tasa de Interés Real.**

El nuevo modelo de crecimiento de bases monetaristas ha introducido cambios importantes en las economías, siendo los principales la liberalización financiera y económica, cuyos efectos en los países emergentes han determinado una dependencia creciente de capital externo, que les permita financiar su deuda y el déficit de la cuenta corriente.

Sin embargo, para que los capitales ingresen al país se necesitan condiciones de estabilidad monetaria-cambiaria, presionando a instrumentar políticas fiscales y monetarias restrictivas. La movilidad del capital impide trabajar con crecientes déficit fiscales y con expansión monetaria y crediticia, pues darían pie a presiones inflacionarias y devaluatorias que atentan contra la entrada de capitales y propician su salida (Huerta, 2000:47).

Ante los grandes requerimientos de entrada de capitales para financiar el déficit exterior y el pago del servicio de la deuda externa, se ha procedido a la liberalización financiera y a instrumentar políticas a favor del capital financiero para estimular su entrada y así configurar condiciones de financiamiento para el crecimiento. En las medidas de estas políticas destaca la de estabilidad monetaria cambiaria, la disciplina fiscal, las tasas de interés atractivas y las llamadas reformas estructurales de orientación de mercado.

Se opta por financiar el déficit de comercio exterior con entrada de capitales y no por ajustarlo mediante el manejo del tipo de cambio, el cual pasa a estabilizarse en términos nominales para garantizar la rentabilidad del capital financiero. Por tanto para que los flujos de capital ingresen a un país se necesitan: Condiciones de estabilidad monetaria-cambiaria, tasas de interés reales atractivas que cubran el riesgo latente de devaluación, debido a que el déficit en cuenta corriente esta siendo cubierto con la entrada de capitales, y no en base a un crecimiento de las exportaciones para con ello lograr un fortalecimiento del aparato productivo. Por último, de expectativas de rentabilidad y crecimiento que la economía ofrezca.

Resumiendo, la internacionalización de los mercados de capital exige la homologación de las políticas de estabilidad monetaria-cambiaria, por lo que las economías que no tienen condiciones endógenas para alcanzar la estabilidad monetaria, tiene que allegarse capitales externos para ello, con lo que se obligan a establecer políticas a favor de la entrada de capitales. De tal forma la interrelación de los mercados de capitales internacionaliza políticas de estabilidad monetaria-cambiaria así como tasas de interés atractivas y los cambios estructurales de liberalización, desregulación, así como la privatización de activos nacionales tanto a nivel interno como externo, para estimular la entrada de capital foráneo. Se privilegian políticas monetarias, fiscales y crediticias contraccionistas así como políticas de apreciación cambiaria y tasas de interés atractivas en las economías emergentes.

Para algunos países la cuenta corriente es la medida más importante del comportamiento de la balanza de pagos. Lo habitual en un país emergente como México, es que su saldo sea deficitario, debido a que las naciones en desarrollo exhiben insuficiencia de ahorro para lograr su formación interna de capital. Ante tal situación los países netamente capitalistas, con la característica de que tienen un excedente de ahorro sobre su propia inversión, continúan con su afán de abarcar nuevos mercados y fortaleciéndose en los ya establecidos, mediante el continuo flujo de estos excedentes hacia los países en desarrollo, atraídos por los altos intereses ofrecidos por éstos, ya sea directamente mediante los organismos internacionales de financiamiento ó mediante los mecanismos del mercado de dinero y capitales.

Para el caso concreto de México, situación que se mantendrá durante varios años más, puesto que difícilmente, en el corto plazo, podrá revertir esta tendencia mientras no logre sentar las bases que propicien una formación y acumulación de capital propia, por que los cambios institucionales registrados en el nuevo contexto global, flexibilización de tipos de cambio, eliminación de las barreras a la integración de la banca universal, desarrollo de los mercados de productos financieros, derivados, etc., promueven tajantemente las transacciones con activos financieros, orientadas a obtener ganancias de capital a corto plazo.<sup>18</sup>

Las utilidades en estas operaciones son muy superiores a las que se obtendrían con el mismo capital invertido en la producción, por lo que en muchos países desarrollados se empieza a registrar el fenómeno de evicción; es decir, la sustitución de inversiones productivas por inversiones financieras en los grandes conglomerados industriales (Mantey, 1998:)

Ante un panorama de desregulación financiera, en donde los flujos de capitales buscan rentabilidad de corto plazo, los países han tenido que instrumentar una serie de políticas económicas, monetarias y fiscales, que les permitan generar un entorno de estabilidad y rentabilidad a dichos capitales, tasas de interés atractivas, estabilidad en el tipo de cambio y niveles de inflación de un dígito, ha costa de la expansión del crédito y con ello frenando la inversión, comprometiendo en gran medida no sólo a la política monetaria sino también a la política fiscal.

De alguna manera, aunque en menor grado y con consecuencias menos severas, este comportamiento del gobierno nacional en cuanto a la estructura del sistema productivo, es semejante en comparación con el modelo de crecimiento por sustitución de importaciones. Si realizamos un breve análisis, en su momento éste modelo creó una dependencia muy importante de maquinaria e insumos importados, de esta forma se presenta un efecto espejo entre cuenta corriente y de capitales; es decir, un aumento de la producción requiere de un incremento en las importaciones de insumos y maquinaria (para poder exportar primero necesitamos importar) lo cual afecta negativamente a la balanza comercial que sumado al

---

<sup>18</sup> Citado en periódico, El Financiero, Análisis económico, *El ahorro total registrará su menor participación dentro del PIB, considerando los últimos cinco años*. Miércoles 8 de enero de 2003.

déficit de la balanza de servicios propicia un aumento del déficit de la cuenta corriente, que requiere de un superávit en la cuenta de capitales.

La entrada de capitales, sea de inversión extranjera directa, deuda externa o inversión de cartera, aumenta la capacidad de importar más allá de lo que permiten las exportaciones, y además, a pesar de los desequilibrios productivos existentes, se pueden financiar los déficit en cuenta corriente de la economía.

En México el déficit en cuenta corriente se ha financiado de la siguiente forma: De 1970 a 1982, se lleva a cabo en México, una administración populista de la economía, que se financia con deuda y expansión monetaria. El resultado para nuestro país fue la profundización del desequilibrio externo, un excesivo crecimiento del déficit financiero del sector público, desequilibrio Interno e en la esfera productiva, y lo más grave, un crecimiento importante de la inflación e inestabilidad del tipo de cambio, que se manifiesta en 1982 con la primera crisis financiera en México.

De 1988 a 1994, Se lleva a cabo en México la instrumentación de una política neoliberal que cambia la forma de financiar el déficit en cuenta corriente, es decir, el gobierno creó mecanismos para atraer recursos cada vez mayores del exterior tanto en forma directa como indirecta, que permitieran cubrir el déficit en cuenta corriente. Mediante estos mecanismos la IED aumento de manera considerable, sin embargo fue insuficiente para poder cubrir los déficit comerciales y de cuenta corriente, por ello se estimularon las inversiones de cartera por medio de mantener altas tasas de interés y atractivos valores gubernamentales.

En 1994 al combinarse la agravación de los desequilibrios económicos con los acontecimientos políticos de ese año, se modifica radicalmente el comportamiento de los inversionistas, propiciando que los ingresos de capital en cartera disminuyeran. Ante la incapacidad de poder cubrir el déficit en cuenta corriente con la cuenta de capital, se tuvieron que utilizar las reservas internacionales, entrando así en una nueva crisis financiera que estallo en 1994. Ante ésta crisis financiera se instrumentaron políticas tendientes a garantizar las condiciones indispensables para la entrada del capital, estabilidad monetaria-cambiaría y tasas

de interés sumamente atractivas, lo que propicio que a partir de 1996 el flujo de capitales reingrese al país.

En base a lo anterior resulta claro que la profundización de la liberalización económica requería de una mayor entrada de recursos, que permitieran cubrir el déficit de cuenta corriente, y el pago del servicio de la deuda, sin embargo, la estructura de los flujos de capital se caracterizaba por ser de corto plazo, y altamente especulativa. Dado que los recursos eran necesarios para poder mantener el crecimiento económico y la baja inflación, se instrumentaron políticas económicas tendientes a generar las condiciones de confianza y rentabilidad que demanda el capital financiero. Todo lo anterior impacto de forma negativa a la inversión productiva, ya que las altas tasas de interés hacían más redituable la inversión especulativa.

El comportamiento de la inversión extranjera nos dice que es en la administración de Salinas en donde se permite la entrada de inversión extranjera de cartera, debido a que se profundizó la liberalización económica y financiera, demandando una mayor demanda de recursos externos, que se caracterizaban por ser de corto plazo y altamente especulativos.

#### **4.4 Perspectivas de la Tasa de Interés de Cetes a 28 días en el mediano plazo.**

Todo indica que el futuro inmediato de la tasa de interés de referencia aquí en México, continuara siendo en el mismo sentido. Analizando la política monetaria a seguir por el gobierno de Foxista, observamos que para evitar que la liberalización de los mercados financieros y la libre movilidad de capitales trastoquen el tipo de cambio y los mercados de capitales, se procede a continuar con las políticas contraccioncitas en su afán de disminuir el riesgo cambiario, mediante el aumento, cuando sea necesario, de la tasa de interés para compensar dicho riesgo cambiario.

Mientras mayores sean las presiones sobre los fundamentos económicos y mayor sea el riesgo cambiario, mayor pasa a ser la tasa de interés para sí asegurar el flujo de capitales que

garanticen el financiamiento del déficit de cuenta corriente y la estabilidad cambiaria, con lo cual, menos condiciones de crecimiento puede tener la economía (Huerta, 2000:58).

En este entorno el comportamiento de nuestra economía seguirá sufriendo cambios que modifican la instrumentación de la política económica y continuar con la liberalización económica y financiera. Se mantendrá el matiz de las políticas fiscales y monetarias tendientes a controlar la inflación, disminuir más la participación del estado en la economía, seguir con la apertura comercial, etc.

Prueba de ello dado que existe una correlación positiva entre tasas de interés, inflación y tipo de cambio, se han instrumentado políticas monetarias tendientes a disminuir las presiones inflacionarias, para evitar los efectos negativos que genera en las tasas de interés reales y en el tipo de cambio.

En el esquema actual de la política monetaria de objetivos inflacionarios, se busca controlar el crecimiento de los precios mediante mecanismos tendientes a lograr las metas inflacionarias, de esta forma dada la correlación de las tasas de interés con la inflación es de esperarse que las tasas de interés nominales sean superiores a la inflación, para con ello lograr tasas de interés reales altas, y se siga manteniendo la entrada de capitales. También es de esperarse que los instrumentos de renta fija ofrecidos por los bancos paguen una tasa de interés menor a la tasa de cetes a 28 días, y una tasa activa mayor a la tasa libre de riesgo.

## CONCLUSIONES

Sin lugar a dudas, las tasa de interés son una variable calve en el crecimiento económico, tan solo basta observar la información económica a diario, la cual en gran medida hace referencia en cuanto a su comportamiento y de hecho muchas de la políticas económicas son enfocadas a garantizar que la tasa de interés contribuya y asegure cierta estabilidad y crecimiento económico. La tasa de interés constituye un fenómeno monetario, influido por la maniobrabilidad de la banca comercial así como las decisiones gubernamentales, teniendo un gran peso estas últimas; es decir, ejercen un fuerte impacto sobre su determinación.

También es de observarse que en periodos de recesión las tasas de interés registran movimientos ascendentes, acompañada de una restricción monetaria. Contrario a lo que sucede durante un periodo de estabilidad y crecimiento económico, donde se presentan niveles descendentes de la tasa de interés.

En particular en los años de crisis, las tasas contribuyeron a la recuperación y estabilización financiera; por ejemplo, a partir de 1990 es posible diferenciar en las estadísticas financieras mexicanas, entre la tasa de interés de fondeo del Banco de México y la tasa interbancaria, ambas tasas se caracterizan por ser activas.

Además a principios de 1990 se amplió el margen entre las tasas de fondeo y de depósitos, lo cual señala que los bancos incrementaron sus ingresos mediante el diferencial de precios entre las tasas activa y pasiva durante los periodos de bajo crecimiento económico. Posteriormente entre 1990 y 1994 se reduce el diferencial, el cual vuelve a incrementarse durante la crisis de 1995. Ello indica que en los periodos de crisis la tasa interbancaria aumenta su importancia como mecanismo para atraer ingresos a los bancos. Encontramos también que en ciertos periodos la tasa de fondeo es superior a la interbancaria y sus movimientos son semejantes, ampliándose y disminuyendo el diferencial entre ambas.

Desafortunadamente también han existido serios problemas dentro del sistema financiero mexicano, que se le han atribuido a la fuerte desregulación económica llevada a cabo a finales de los ochenta y principios de los noventa, tal es el caso del fuerte crecimiento de las carteras

con respecto a los recursos bancarios, específicamente desde 1990 empezó a subir de manera explosiva que ponía entre dicho la inexistencia de un proceso de fondeo eficiente y funcional que impedía reconstituir el fondo revolvente de los bancos.

En lo que se refiere a tasas de interés cetes 28 días, se observa un considerable descenso después de 1995 cuando alcanza su nivel mas alto, comienza una tendencia a la baja lo cual es favorable para la economía, dado que expresa estabilidad financiera en el país. Sin embargo en cuanto a las tasas activas de los bancos, la respuesta no es tan significativa aunque la tasa pasiva que ofrecen sigue totalmente a la tasa de cetes lo que reduce los efectos benéficos del descenso de la tasa de interés de los cetes.

De igual manera y apoyando a las tasas de interés, el gobierno federal a través del buen manejo de la base monetaria, ha implementado un eficiente mecanismo que le ha dado buenos resultados desde su inicio, el corto, que en el año de 1998 era de 180 millones de pesos, para el año 2003 en el primer trimestre alcanzo la cifra de 700 millones de pesos, según cifras de Banco de México, Programa Monetario 2003.

Pero lo más importante es determinar si todas estas medidas económicas, en conjunto o por separado, han logrado un crecimiento económico y podemos concluir diciendo. La política monetaria restrictiva llevada por parte del Banco de México, junto con la tasa de interés, ha logrado los objetivos en cuanto al control de la inflación, captación de capitales extranjeros y estabilidad económica la cual se refleja, por ejemplo, en un importante nivel de Reservas Internacionales en este momento.

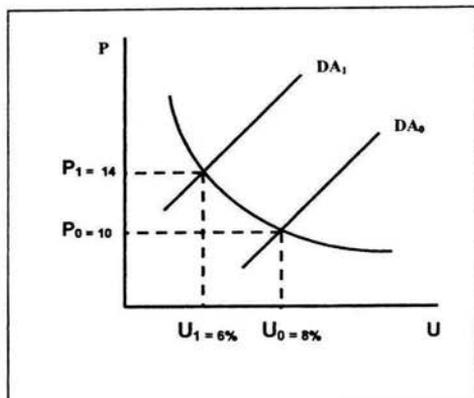
Sin embargo, la política monetaria llevada a cabo, también ha tenido repercusiones desfavorables para la economía nacional, ya que se han visto más beneficiados los capitales extranjeros, el de cartera principalmente, el cual ha tomado como caja chica al país. Aunado a lo anterior, la banca comercial también se ha visto bastante favorecida con este matiz de política monetaria, y lo que es más importante aun, ha dejado aun lado su papel de intermediario, en cuanto al crédito se refiere para la esfera productiva.

En un principio, los niveles altos en las tasas de interés, generados por una política monetaria restrictiva, aunado a la reducción gradual de éstas en los últimos años, fueron y han sido incompatibles con los objetivos de crecimiento requeridos por la economía nacional, puesto que sólo han logrado ser consistentes con la reducción de la inflación interna y la regulación de la liquidez, pero no han facilitado el poner en marcha un programa de fomento a la inversión productiva, que permita un crecimiento económico real y que a la postre se refleje en un desarrollo económico.

## ANEXO ESTADISTICO

**Grafica 1**

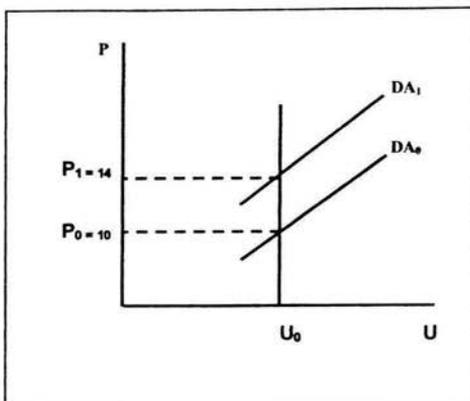
Curva de Philips en el Corto Plazo



Fuente: Villareal, René "Contrarrevolución Monetarista" Editorial Oceano, México p 93.

**Grafica 2**

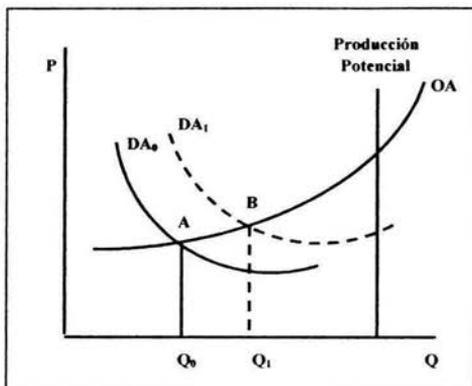
Curva de Philips en el Largo Plazo



Fuente: Villareal, René Op. Cit p 94.

**Grafica 3**

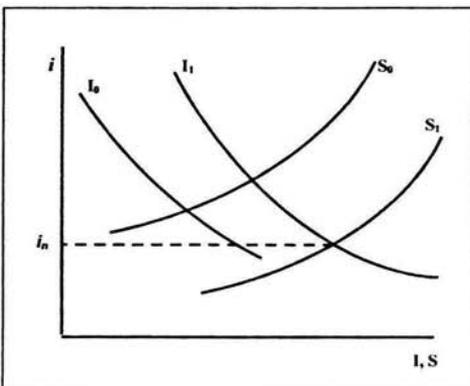
Oferta Agregada Keynesiana



Fuente: Samuelson, Paúl Evonimoo, 15° ed. Mc Graw-Hill, 1996. p 614

**Grafica 4**

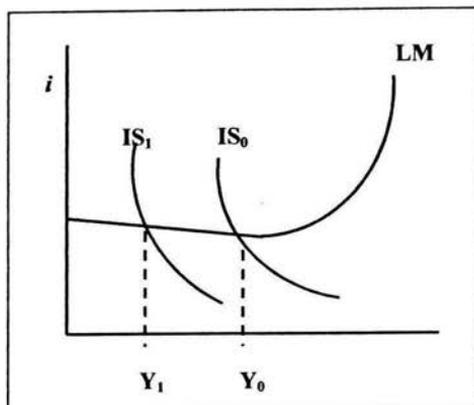
Tasa de interés natural, enfoque neoclásico



Fuente: Samuelson, Paúl Evonimoo. Op. Cit. 523.

## Gráfica 5

Enfoque keynesiano de la curva LM en el corto plazo.



Fuente: Mantey, Guadalupe. Lecciones de economía monetaria. UNAM, 1997, p. 133

### Cuadro 1

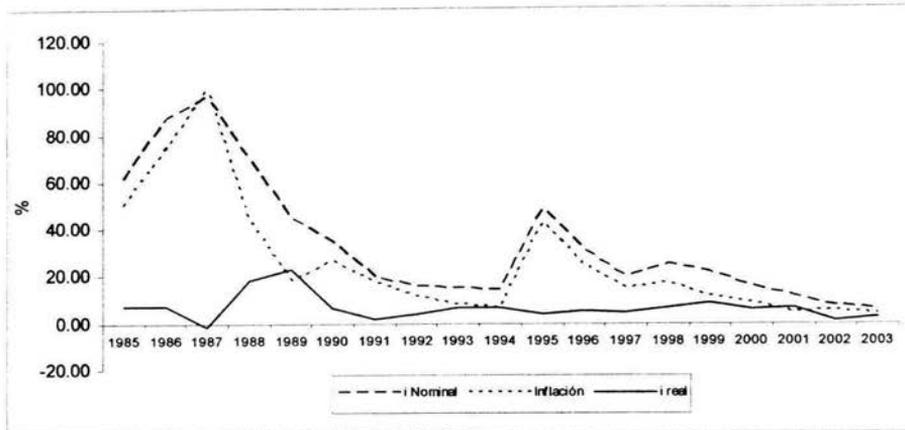
Periodo	Tasa de Interés nominal <sup>1</sup>	Inflación <sup>2</sup>	Tasa de Interés real
1985	76.20	85.52	7.40
1986	103.61	74.48	7.39
1987	123.50	154.86	-1.65
1988	55.46	43.32	18.29
1989	48.70	18.14	22.73
1990	38.14	26.52	6.51
1991	24.92	17.38	1.62
1992	22.63	11.33	3.85
1993	18.45	7.73	6.67
1994	19.30	6.82	6.89
1995	48.44	42.78	3.99
1996	31.39	24.73	5.33
1997	19.80	14.7	4.45
1998	24.76	17.2	6.49
1999	21.41	11.69	8.70
2000	15.24	8.61	6.11
2001	11.31	4.31	6.71
2002	7.09	5.57	1.44
2003	6.23	3.91	2.23

Fuente: Elaboración propia en base a información financiera y Y económica de Banco de México.

1 Tasa de rendimiento promedio ponderado en % anual.

2 Calculada en base al INPC.

**Grafica 6**



Fuente: Cuadro 1

**Cuadro 2**

Periodo	Inversión extranjera <sup>1</sup>	Cuenta Corriente <sup>2</sup>	Tipo de cambio <sup>3</sup>
1988	3,880.00	N/D	2,281.00
1989	3,527.00	N/D	2,641.00
1990	6,004.00	-7,451,040.00	2,945.00
1991	17,515.00	-14,646,724.00	3,070.00
1992	22,434.00	-24,438,478.00	3,094.00
1993	33,308.00	-23,399,208.00	3.12
1994	19,155.00	-29,664,959.00	3.38
1995	-1,435.00	-1,576,689.00	6.42
1996	21,115.70	-2,507,634.00	7.60
1997	17,049.70	-7,665,001.00	7.92
1998	7,313.90	-16,072,398.00	9.15
1999	23,666.50	-14,011,922.90	9.56
2000	16,779.00	-14,188,184.70	9.46
2001	28,636.00	-18,194,594.40	9.34
2002	12,496.00	-14,082,335.70	9.67

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco de México y INEGI, información Financiera y económica.

1 Cifras en MDD

2 Cifras en miles de dólares.

3 Pesos por dólar.

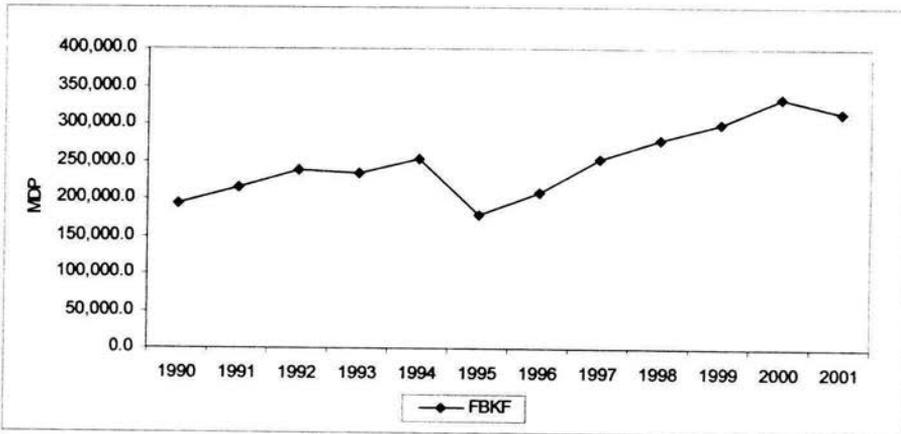
Cuadro 3

Periodo	FBKF <sup>1</sup>	Crecimiento promedio
1990	194,455.9	100.00
1991	215,833.1	10.99
1992	239,227.0	10.84
1993	233,179.4	-2.53
1994	252,745.2	8.39
1995	179,438.0	-29.00
1996	208,860.5	16.40
1997	252,797.4	21.04
1998	278,787.8	10.28
1999	300,278.6	7.71
2000	334,383.2	11.36
2001	315,531.7	-5.64

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco de México, Cuentas Nacionales.

<sup>1</sup> Cifras en millones de pesos.

Grafica 7



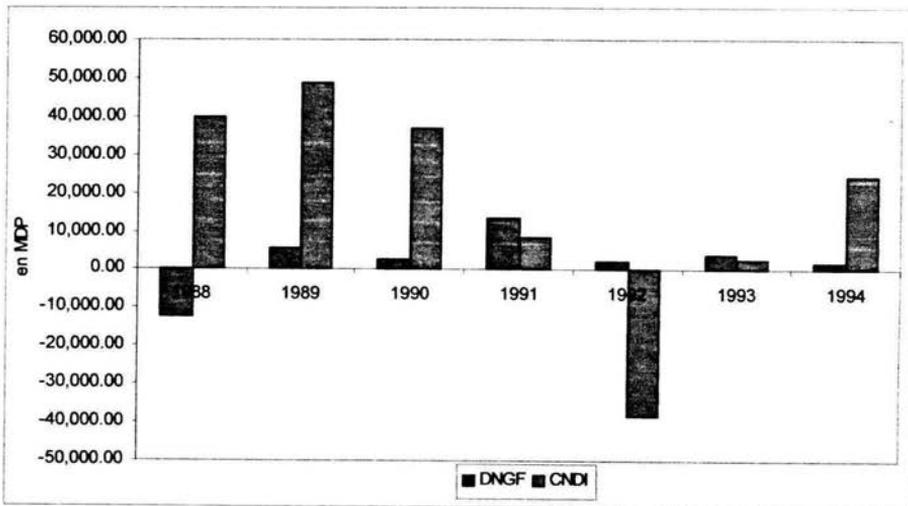
Fuente: Cuadro 3

Cuadro 4

Periodo	DNGF <sup>1</sup> EN MDP	CNDI <sup>2</sup> EN MDP
1988	-12,456.00	39,845.00
1989	5,689.00	48,687.00
1990	2,897.00	37,154.00
1991	13,458.00	8,567.00
1992	2,164.00	-38,457.00
1993	3,895.00	2,691.00
1994	1,723.00	24,318.00

Fuente: Elaboración propia en base a información Financiera y económica de Banco de México  
 1/ Depósitos Netos del Gobierno Federa.  
 2/ Colocación Neta de la Deuda Interna.

Grafica 8



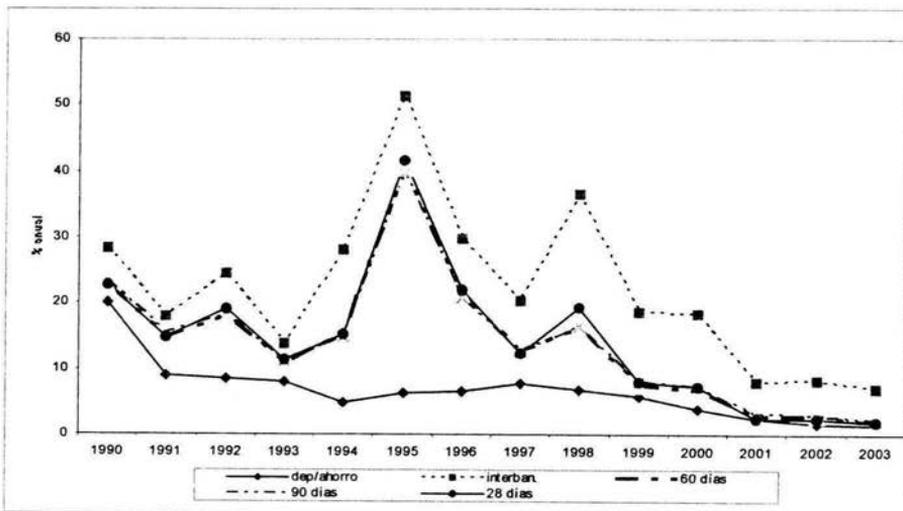
Fuente: Cuadro 4

Cuadro 5

Periodo	Depósitos de ahorro	Interbancaria	Depósitos a plazo fijo			Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento		
			A 60 días	A 90 días	A 180 días	28 días	91 días	182 días
1990	20	28.33	22.58	23.12	21.78	22.73	22.65	21.34
1991	8.89	17.81	14.7	15.57	14.59	14.75	15.23	14.07
1992	8.36	24.48	17.83	18.04	17.6	19.2	18.95	18.29
1993	8.07	13.69	11	11.21	11.01	11.46	11.22	10.55
1994	4.72	28.02	15.2	14.75	14.2	15.36	14.91	14.03
1995	6.19	51.34	40.29	39.61	37.8	41.53	40.66	38.13
1996	6.47	29.65	21.33	20.8	20.69	22.07	21.55	21.21
1997	7.65	20.41	12.82	12.47	12.43	12.44	12.91	12.86
1998	6.85	36.6	16.1	16.34	16.13	19.38	19.53	18.14
1999	5.69	18.67	7.6	7.88	8.04	8.04	8.58	9.09
2000	3.84	18.39	6.79	7.17	7.37	7.17	7.46	7.71
2001	2.46	7.96	2.85	3.2	3.52	2.34	3.11	3.67
2002	1.68	8.25	2.83	2.84	2.97	2.38	2.6	2.85
2003	1.45	7.12	1.84	2.12	2.26	1.85	2.3	2.09

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco de México y INEGI, información financiera y económica-banco de información económica.

Gráfica 9



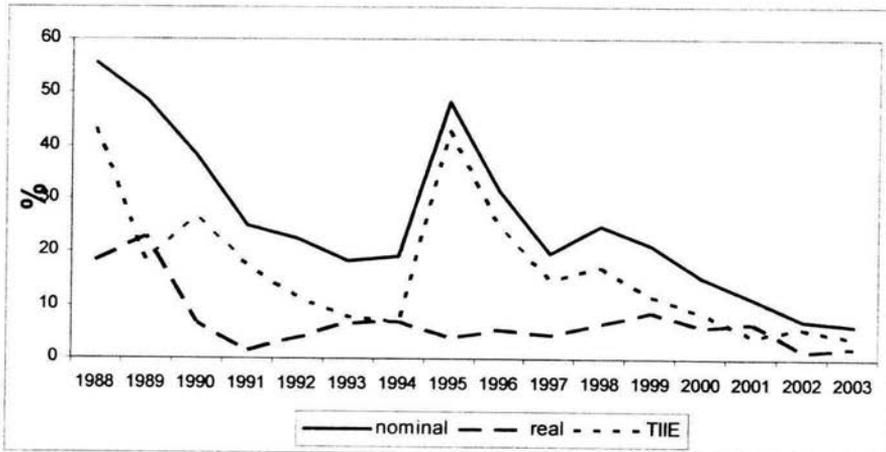
Fuente: Cuadro 5

Cuadro 6

Periodo	Cetes nominal <sup>1</sup>	Cetes real <sup>1</sup>	TIE <sup>1</sup>
1988	55.46	18.29	43.32
1989	48.70	22.73	18.14
1990	38.14	6.51	26.52
1991	24.92	1.62	17.38
1992	22.63	3.85	11.33
1993	18.45	6.67	7.73
1994	19.30	6.89	6.82
1995	48.44	3.99	42.78
1996	31.39	5.33	24.73
1997	19.80	4.45	14.70
1998	24.76	6.49	17.20
1999	21.41	8.70	11.69
2000	15.24	6.11	8.61
2001	11.31	6.71	4.31
2002	7.09	1.44	5.57
2003	6.23	2.23	3.91

Fuente: Elaboración propia en base a datos de banco de Mexico, Información Financiera y económica.  
<sup>1</sup> Tasa 28 días

Grafica 10



Fuente: Cuadro 7

Cuadro 7

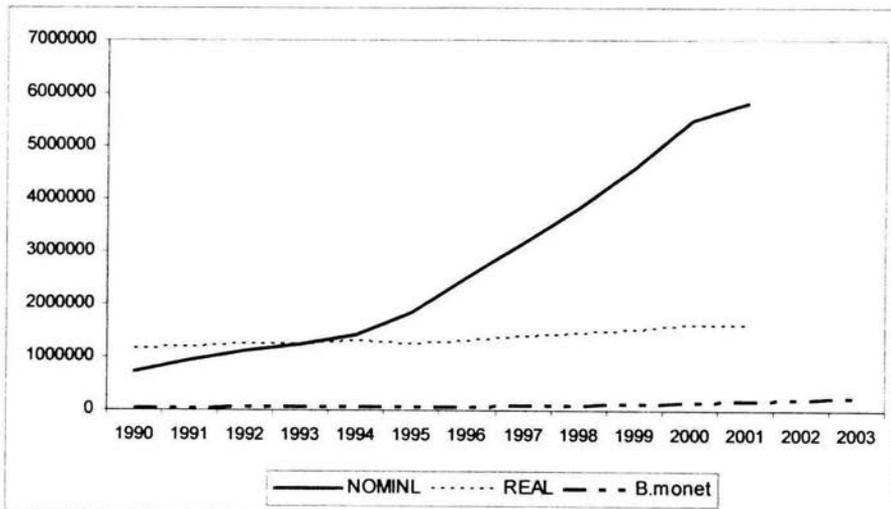
Periodo	PIB nominal <sup>1</sup>	PIB real <sup>1</sup>	Cetes 28 días	Base Monetaria <sup>2</sup>
1990	738,897.5	1,140,847.5	38.14	31,134.00
1991	949,147.6	1,189,017.0	24.92	39,797.00
1992	1,125,334.3	1,232,162.3	22.63	45,536.00
1993	1,256,196.0	1,256,196.0	18.45	47,193.00
1994	1,420,159.5	1,311,661.1	19.30	56,936.00
1995	1,837,019.1	1,230,771.1	48.44	66,809.00
1996	2,525,575.0	1,294,196.6	31.39	63,014.61
1997	3,174,275.2	1,381,839.2	19.80	83,506.21
1998	3,846,349.9	1,451,350.9	24.76	103,479.34
1999	4,593,685.2	1,503,930.0	21.41	130,892.91
2000	5,491,372.8	1,602,640.4	15.24	164,214.21
2001	5,828,590.6	1,602,711.2	11.31	184,022.00
2002	N/D	N/D	7.09	215,363.78
2003	N/D	N/D	6.23	249,226.75

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco de México, Agregados Monetarios y financieros.

1 Cifras en millones de pesos.

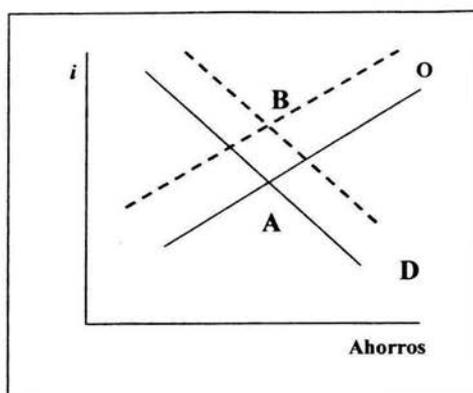
2 Cifras en millones de pesos.

Grafica 11



Fuente: Cuadro 7

Grafica 12



Fuente: Elaboración propia.

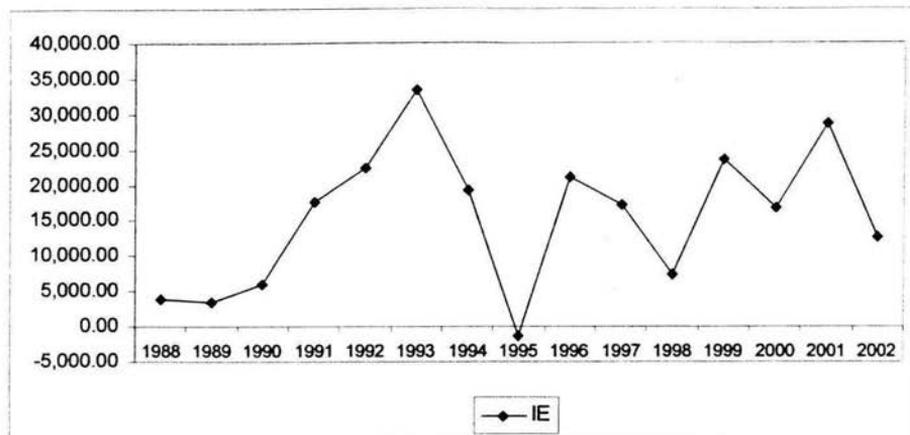
Cuadro 8

Periodo	Inversión extranjera <sup>1</sup>	tasa de Crecimiento
1988	3,880.00	
1989	3,527.00	-9.10
1990	6,004.00	70.23
1991	17,515.00	191.72
1992	22,434.00	28.08
1993	33,308.00	48.47
1994	19,155.00	-42.49
1995	-1,435.00	-107.49
1996	21,115.70	1571.48
1997	17,049.70	-19.26
1998	7,313.90	-57.10
1999	23,666.50	223.58
2000	16,779.00	-29.10
2001	28,636.00	70.67
2002	12,496.00	-56.36

Fuente: elaboración propia en base a datos de banco de México y INEGI, Cuentas Nacionales.

1/ Cifras en millones de Dólares.

Grafica 13



Fuente: Cuadro 8

Cuadro 9

PERODO	Agropecu ario	Minería y Extracción	Industria Manifacu rera	Construc ción	Comercio	Transporte y Comunicacio nes	Servicios Financieros
1994	10.8	97.8	6,205.70	259.4	1,251.00	719.3	941.4
1995	11.1	79.1	4,853.70	26.2	1,011.40	876.3	1,066.10
1996	31.8	83.8	4,745.10	25.5	729.1	428	1,215.20
1997	10	130.2	7,305.90	110.4	1,933.30	681.5	1,103.40
1998	29	42.4	5,151.20	120.4	963.9	436.2	729.4
1999	82.5	127.1	9,000.40	131.5	1,251.40	229.1	759.8
2000	91.3	190.3	9,410.40	172	2,300.70	-2,361.20	4,764.10
2001	13.1	32	5,978.40	92.2	1,564.70	2,924.10	14,422.20
2002	5.9	204.5	5,516.00	186.6	1,421.90	784.2	4,309.80
2003	-10.5	24.4	4,605.10	53.3	883.2	1,536.50	1,835.80

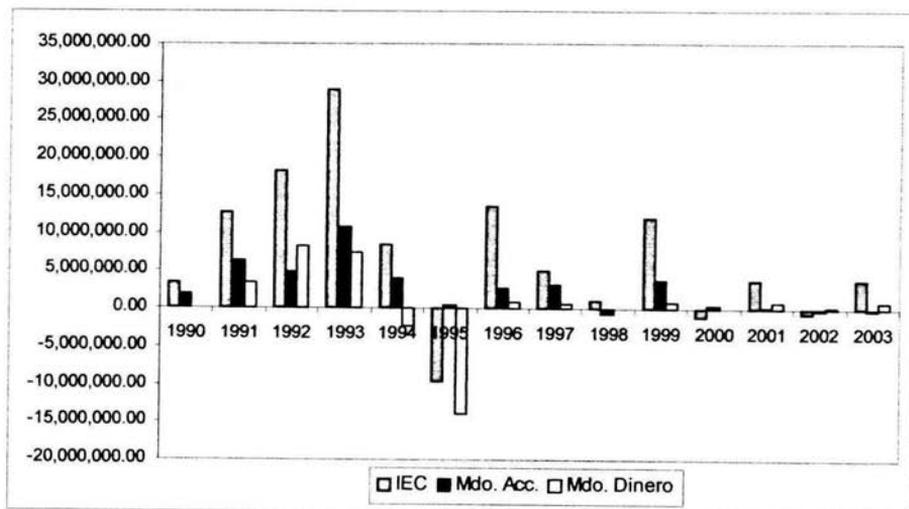
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banxico y INEGI, Inversión extranjera directa nueva metodología. Cifras en MDD.

Cuadro 10

Periodo	IEC	Mdo. Accionario	Mdo. de dinero
1990	3,408,477.00	1,994,477.00	N/D
1991	12,753,155.00	6,332,000.00	3,406,355.00
1992	18,041,109.00	4,783,100.00	8,146,909.00
1993	28,819,344.00	10,716,600.00	7,405,744.00
1994	8,547,210.00	4,083,700.00	-2,225,290.00
1995	-9,714,681.00	519,200.00	-13,859,581.00
1996	13,568,465.00	2,800,600.00	907,465.00
1997	5,037,087.00	3,215,300.00	584,787.00
1998	1,026,988.00	-665,600.00	54,088.00
1999	12,004,891.00	3,769,200.00	917,009.00
2000	-1,134,272.00	446,800.00	-45,772.00
2001	3,882,057.00	151,000.00	940,757.00
2002	-631,953.00	-103,600.00	149,647.00
2003	3,863,886.00	-123,300.00	902,186.00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banxico, información financiera y económica.  
Cifras en miles de dólares.

Grafica 14



Fuente: Cuadro 10

**Cuadro 11**

Periodo	ADR's/GDR's
1990	2,228,769.00
1991	13,733,463.00
1992	21,154.00
1993	33,960.00
1994	21,163.00
1995	15,224.00
1996	15,108.00
1997	23,135.00
1998	18,625.00
1999	41,505.00
2000	32,091.00
2001	33,365.00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BMV.

**Cuadro12**

Periodo	Cetes	Bondevs	Ajustabonos <sup>a</sup>	Tesobonos <sup>a</sup>	Udibonos <sup>b</sup>
1990	842,824.60	692,072.60	81,207.50	24,421.10	N/D
1991	876,266.60	682,043.00	352,980.10	2,806.80	N/D
1992	719,098.70	507,765.00	486,982.10	13,239.60	N/D
1993	697,502.00	388,515.40	427,560.90	14,714.80	N/D
1994	743,448.20	185,146.30	368,710.30	412,981.70	N/D
1995	584,781.00	384,768.80	423,481.00	487,552.60	N/D
1996	627,025.60	660205	391434.1	1253.5	19420
1997	832,207.30	928,768.60	216,623.20	N/D	260,584.60
1998	1,464,265.00	1,172,467.80	180,870.30	N/D	640,910.70
1999	1,197,259.90	2,567,203.00	41,331.90	N/D	873,034.50
2000	1,850,936.50	3,166,404.20	N/D	N/D	1,020,565.70
2001	2,225,360.10	3,523,761.80	N/D	N/D	1,054,548.80
2002	2,419,723.50	3,854,592.90	N/D	N/D	1,166,029.10
2003	2,505,296.30	4,070,923.70	N/D	N/D	1,039,719.70

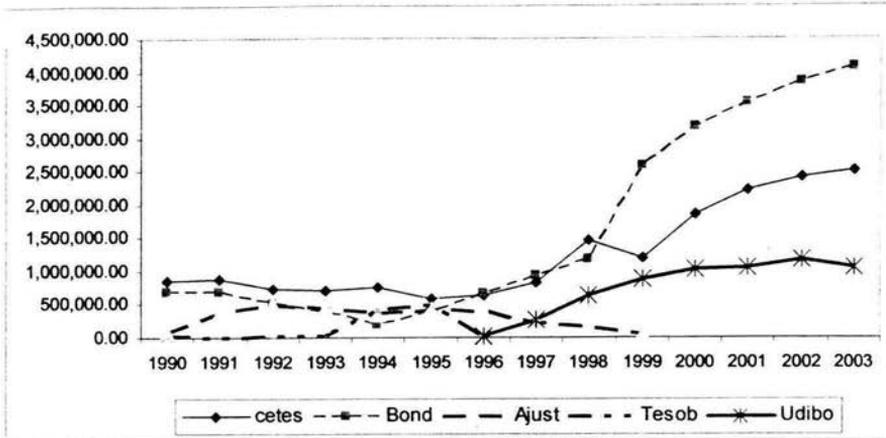
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banxico, indicadores Económicos.

a/ Los Ajustabonos y Tesobonos dejaron de emitirse en 1999 y 1996 respectivamente

b/ Los Udibonos comenzaron su emisión a partir de 1996

Cifras en MDP.

Grafica 15



Fuente: Cuadro 12

Cuadro 13

Periodo	Regimen
1949-1976	fijo
1976-1982	Flotante: Mediante deslizamientos de la moneda.
1982-1983	1983 Control de cambios. Establecimiento de dos paridades: Un tipo controlado con un precio más bajo para operaciones al mayoreo, y un tipo libre con un precio más alto para el resto de las operaciones.
1983-1987	Mini deslizamientos del tipo de cambio con propósitos subvaloratorios.
1987-1994	Deslizamientos predeterminado, decidido en los pactos entre sectores económicos del país: Uso del tipo de cambio como ancla de la inflación. Eliminación de la doble paridad.
1995-2003	Flotante combinado: Con una política monetaria restrictiva para atraer flujos de capital del exterior.

Fuente: Guillen R. Arturo, política cambiaria y desarrollo en Revista de Comercio Exterior, México Junio de 1998.

Cuadro 14

Periodo	Tipo de Cambio	
	Compra	Venta
1995	6.37	6.87
1996	7.57	8.12
1997	7.9	8.24
1998	9.13	9.32
1999	9.54	9.63
2000	9.44	9.85
2001	9.33	9.33
2002	9.66	9.76
2003	10.78	10.82

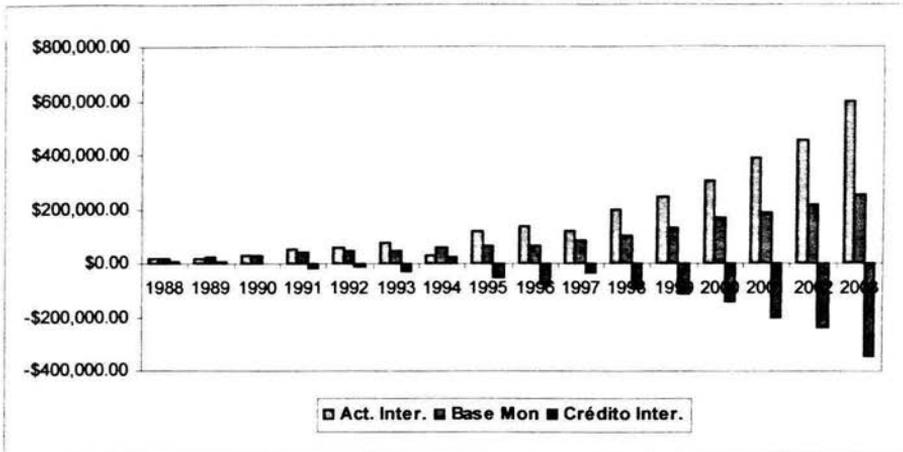
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banxico Información financiera y económica.

Cuadro 15

Periodo	Activos internacionales netos	Base Monetaria	Crédito interno neto
1988	15,027.00	20,751.00	5,724.00
1989	18,116.00	22,960.00	4,844.00
1990	30,260.00	31,134.00	874.00
1991	55,570.00	39,797.00	-15,773.00
1992	59,992.00	45,536.00	-14,456.00
1993	76,211.00	47,193.00	-29,018.00
1994	32,739.00	56,936.00	24,197.00
1995	120,301.00	66,809.00	-53,492.00
1996	137,804.00	63,014.61	-74,789.39
1997	117,597.67	83,506.21	-34,091.38
1998	199,717.06	103,479.34	-96,237.73
1999	243,329.62	130,892.91	-112,436.72
2000	305,375.11	164,214.21	-141,160.91
2001	387,294.56	184,022.00	-203,272.56
2002	454,993.94	215,363.78	-239,630.15
2003	596,233.33	249,226.75	-347,006.58

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banxico, información financiera y eco. Cifras en MDP

Grafica 16



Fuente: Cuadro 15

## BIBLIOGRAFIA

Aspe, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*. México, Fondo de cultura económica.

Banco de información económica, *indicadores internacionales por países seleccionados y cuentas nacionales*, INEGI, Marzo 2004.

Banco de México, *programa monetario*, 2000, 2001, 2002 y 2003.

Correa, Eugenia (1992), *Una nueva etapa de endeudamiento de América Latina*, México, en economía informa, Facultad de economía UNAM, Agosto –Septiembre.

Friedman, Milton (1997), *Los perjuicios del dinero, hacia un nuevo liberalismo económico*, México, Grijalbo.

Huerta G. Arturo (1994), *La política neoliberal de México, estabilización económica de México limitaciones y alternativas*. México, Diana.

Huerta G. Arturo (1998), “La liberalización económica impide condiciones financieras para el crecimiento”, en Guadalupe Mantey, Noemí Levy Orlik (Compiladoras), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. México, UNAM/DGAPA/ENEP-ACATLAN.

Huerta, G. Arturo (2000), “La liberalización financiera no genera condiciones de estabilidad monetaria y financiera”, en Guadalupe Mantey, Noemí Levy Orlik (Compiladoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencia en América Latina y el sudeste Asiático*, México, UNAM.

Huerta, G. Arturo (2002), *La política monetaria y Cambiaria de la Globalización en los países en desarrollo*. México, UNAM.

Keynes, Jhon M. (1965), *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de cultura económica.

Keynes, Jhon M. (2003), *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de cultura económica.

Levy, Orlik Noemí (1998), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DGAPA/ENEP-ACATLAN.

Levy, Orlik Noemí (1999), *Evolución de la banca comercial y sus efectos sobre el financiamiento de la inversión y el ahorro en México, 1982-96*. México, revista de comercio exterior.

Mantey, María Guadalupe (1997), *Lecciones de economía monetaria*, México, UNAM.

Mantey, María Guadalupe (1996), *Efectos de la liberación financiera en México y en el ciclo económico*. Ponencia presentada en el seminario internacional sobre deuda externa, innovación y desregulación financiera y crisis bancaria. México 17 y 18 de Octubre.

Mántey, María Guadalupe (1998), *Liberalización financiera con oligopolio bancario; penalización al ahorro y a la producción en Problemas del desarrollo*. México, UNAM/DGAPA/ENEP-ACATLAN.

Martínez, José Luis (2000), "La crisis financiera y las políticas de estabilización, el caso de México", Horizontes Aragón/ UNAM, No 2 Sep.-Dic

Moore, Basil (1998), *The Endogenous Money Suplay*. Journal Post Keynesian, vol. X núm.3.

Ortiz, Edgar (1992), *GDR's Atractiva opción para el financiamiento internacional*. México, En Revista Capital, abril.

Ortiz, Luis (2001), *El dinero, la teoría, la política y las instituciones*. México, UNAM.

Periódico, El financiero, sección análisis económico, *El ahorro total registrará su menor participación dentro del PIB, considerando los últimos cinco años*, Miércoles 8 de enero de 2003.

Shumpeter, Joseph A. (1997), *Teoría del desenvolvimiento Económico*. México, Fondo de cultura económica.

Tavares, María Concepción (1997), *Una economía Política Real*. Circulación restringida de S. Paulo, Brasil, Agosto.

Tavares, María Concepción (Octubre 1997), *Globalización y/o Estado Nacional*. En el periódico Folha de San Paulo Brasil.

Tavares, María Concepción (1998), *La Crisis Mundial y/o Brasil*. En el periódico Folha de San Paulo Brasil, 21 de Junio.

West, P. (1991), *El regreso de los países Latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados*, Santiago de Chile, en revista de la CEPAL, Septiembre.