



# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

VULNERABILIDAD FINANCIERA DE LA ECONOMIA  
MEXICANA 1980 - 2003

## **TESIS PROFESIONAL**

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:  
LICENCIADO EN ECONOMIA  
P R E S E N T A :

**ANA MARIA MENDEZ DE JESUS**

DIRECTOR DE TESIS: DRA. MA. ELENA CARDERO GARCIA



CIUDAD UNIVERSITARIA MEXICO, D.F.

FEBRERO 2006

0352967

Agradezco a mis padres por darme su apoyo durante la realización de este trabajo, a Rocio y a Enedina sus consejos y todo el apoyo moral brindado, a mis amigos Aurelio, Marisol, Luis y en especial a Dante sus valiosos comentarios sobre este trabajo.

Agradezco a la Dra. María Elena Cardero por todo el apoyo que me brindó durante la elaboración de la tesis, así como a mis sinodales: Manuel García, Noemí Levy, Guadalupe Mantey y Armando Sánchez.

Agradezco a la Universidad Nacional Autónoma de México y a todas las personas que forman parte de ella y que contribuyen a que los alumnos amplíen sus conocimientos.

Finalmente, agradezco a todas las personas que directa o indirectamente contribuyeron para que este trabajo fuera realizado.

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: Hendaz de Jesús

FECHA: 22 / Feb / 06

FIRMA: *Marcade J*

352967

## Índice

### Introducción

#### Capítulo 1 Evolución del sistema financiero internacional

- 1.1 Antecedentes históricos de los sistemas de crédito
  - 1.1.1 Orígenes de la banca
  - 1.1.2 Dinero fiduciario privado
- 1.2 Los mercados financieros en el siglo XVI
- 1.3 Los mercados financieros en los siglos XVII y XVIII
- 1.4 Los mercados financieros en el siglo XIX y principios del XX
- 1.5 El patrón oro
- 1.6 El patrón de cambios oro
- 1.7 El sistema de Bretton Woods
- 1.8 Crisis del sistema de Bretton Woods
- 1.9 Apertura de la cuenta de capital y desregulación financiera

#### Capítulo 2 Estructura, características y transformaciones del sistema financiero a nivel de los países y su relación con el mercado financiero internacional

- 2.1 Funcionamiento y estructura del sistema financiero
  - 2.1.1 Estructura de los mercados financieros
  - 2.1.2 Intermediarios financieros
- 2.2 Características del sistema financiero internacional
  - 2.2.1 Especulación
  - 2.2.2 Recurrencia de crisis
  - 2.2.3 Contagio de crisis
- 2.3 Apertura y desregulación financiera
- 2.4 El sistema financiero internacional y las restricciones que genera en economías abiertas: exclusión, vulnerabilidad y fragilidad
  - 2.4.1 Exclusión financiera
  - 2.4.2 Análisis Centro – Periferia de la exclusión financiera
  - 2.4.3 Vulnerabilidad financiera
  - 2.4.4 Fragilidad financiera

#### Capítulo 3 Evolución del sistema financiero mexicano

- 3.1 Antecedentes del sistema financiero mexicano
- 3.2 Desarrollo estabilizador 1950-1970
- 3.3 Década de los setenta

- 3.4 Década de los ochenta
- 3.4.1 Nacionalización de la banca
- 3.4.2 Liberalización del sistema financiero
- 3.5 Reforma financiera: 1988 en adelante
- 3.6 Características actuales del sistema financiero mexicano
- 3.6.1 Banca extranjera
- 3.6.2 Fusiones y adquisiciones bancarias
- 3.6.3 Concentración del sistema bancario
- 3.6.4 Contracción del crédito
- 3.6.5 Desbancarizados y exclusión financiera
- 3.6.6 Formas alternativas de ahorro y financiamiento
- 3.6.7 Mercado de capitales

#### **Capítulo 4 Índice de vulnerabilidad financiera para México**

- 4.1 Vulnerabilidad de las economías abiertas
- 4.1.1 Consecuencias de la apertura a los flujos comerciales
- 4.1.2 Vulnerabilidad económica y flujos financieros
- 4.2 Apertura económica y vulnerabilidad financiera
- 4.2.1 Medidas de apertura económica
- 4.3 Construcción del índice de vulnerabilidad financiera
- 4.3.1 Cuenta financiera como porcentaje del PIB
- 4.3.2 Inversión neta de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital
- 4.3.3 Deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total
- 4.3.4 Episodios de volatilidad del tipo de cambio
- 4.4 Índice de vulnerabilidad financiera
- 4.4.1 Índice de vulnerabilidad financiera anual

#### **Conclusiones**

#### **Anexo**

#### **Bibliografía**

## Introducción.

En los últimos años se ha registrado una tendencia hacia la integración económica mundial, debido a ello las relaciones tanto comerciales como financieras entre los países se han hecho más estrechas.

El sistema financiero ha aumentado su importancia al canalizar recursos de los países superavitarios hacia los deficitarios, lo cual se lleva a cabo cada vez con mayor rapidez gracias a las innovaciones tecnológicas. También gracias a los procesos de liberalización llevados a cabo a partir de la década de los setenta, los flujos financieros se mueven más rápida y libremente de un país a otro lo que en ocasiones provoca desequilibrios en los sistemas financieros nacionales que pueden terminar en crisis.

Hay diversos factores que ocasionan inestabilidad en los sistemas financieros, como son las fluctuaciones en las tasas de interés, el tipo de cambio, las expectativas de los agentes sobre el futuro de la economía. La inestabilidad financiera provoca que algunos sistemas financieros se vuelvan frágiles y/o vulnerables. Por ejemplo, un país es vulnerable (al retiro del crédito), cuando los agentes tienen expectativas de riesgo sobre factores como la solvencia del país, lo cual puede tener consecuencias negativas para la economía, ya que puede presentarse una crisis financiera (o bancaria) con lo cual se detiene el crecimiento económico, afectando así al ingreso de la población y al empleo, entre otras cosas.

Los temas de vulnerabilidad, fragilidad y exclusión financiera serán estudiados a lo largo de esta tesis. A reserva de que en los capítulos posteriores se profundice sobre estos conceptos podemos de manera general hacer una primera aproximación a los mismos. En este sentido la *vulnerabilidad financiera*<sup>1</sup> se encuentra relacionada con el miedo a las consecuencias de un súbito retiro del crédito, que afecte a los diversos grupos de prestatarios, tanto en el contexto nacional como en el internacional. La entrada o salida de capitales en una economía, así como los flujos comerciales, al influir sobre los recursos de la economía, también pueden generar vulnerabilidad. Los países que tienen poca solvencia internacional como en el caso de México, por lo regular son percibidos como vulnerables. La poca solvencia internacional de una economía puede ser vista como una tendencia restrictiva para el crecimiento de la misma.

<sup>1</sup> Tal como la define Hawkins, Penelope. (2003). *The Open Economy and it's Financial Constraints*. Ed. Edward Elgar. Cheltenham. UK. p. 54-151

La *fragilidad financiera*<sup>2</sup> tiene que ver con las expectativas que tienen los agentes económicos con respecto a la estabilidad (solvencia e insolvencia) de una economía. Minsky (1982), dice que los inversionistas y especuladores tienen una tendencia a incrementar rápidamente su endeudamiento en momentos de optimismo. Si tal optimismo es compartido por las instituciones de crédito, habrá una mayor oferta de crédito y una reducción en sus márgenes de seguridad. La estructura de endeudamiento hace que el sistema financiero se vuelva frágil, dado que si hay un aumento en las tasas de interés debido a un cambio en las expectativas de los agentes sobre la economía, el monto de las deudas se incrementará hasta el punto en el que algunas empresas no serán capaces de cumplir con sus obligaciones.

El incumplimiento del pago de los créditos otorgado por las instituciones financieras a las empresas hace que la liquidez del sistema financiero disminuya. Por otra parte, cuando una economía es percibida como insolvente posiblemente le sean retirados los créditos lo que incrementa la fragilidad.

La *exclusión financiera*<sup>3</sup> es la falta de acceso a los servicios financieros ya sea total o parcialmente, este fenómeno puede verse en las familias, empresas y países. Un país es excluido cuando no tiene acceso al crédito internacional o cuando se ve privado de flujos de capital procedentes del exterior.

Este estudio comienza describiendo las características y hace un análisis histórico de los principales cambios en el sistema financiero internacional desde la época del patrón oro hasta nuestros días.

En el segundo capítulo se presenta la estructura del sistema financiero y sus principales características en la actualidad.

En el tercer capítulo se presentan los cambios en el sistema financiero mexicano resaltando el proceso de desregulación y liberalización financiera y la relación que ha tenido con el aumento de la vulnerabilidad y fragilidad.

Finalmente, en el cuarto capítulo se presenta un análisis de los factores que hacen vulnerable a una economía tanto en el aspecto financiero como en el aspecto comercial, y se construye un índice de vulnerabilidad financiera para México.

<sup>2</sup> Hawkins, *Ibid.*

<sup>3</sup> Hawkins, *Ibid.*

## Capítulo 1

### Evolución del sistema financiero internacional

#### 1.1 Antecedentes históricos de los sistemas de crédito

En la antigüedad el intercambio de bienes se llevaba a cabo mediante el trueque pero como bajo este sistema resultaba difícil equiparar los productos para facilitar los intercambios se inventó la moneda. Los metales preciosos fueron usados como monedas por su durabilidad, maleabilidad, además de ser fácilmente portables, y sobretodo porque su oferta es poco elástica<sup>4</sup>, lo que garantiza la estabilidad de sus precios.

Pero, al paso del tiempo la oferta mundial de metales preciosos no alcanzaba para cubrir las transacciones de bienes y servicios por lo que se inventaron sustitutos del dinero. Los sustitutos del dinero metálico constituyen formas de crédito que pueden usarse como medios de pago en las transacciones; los más notables han sido la letra de cambio y el depósito bancario transferible.

La letra de cambio fue una invención monetaria privada puesta en circulación aproximadamente en el siglo XIII por comerciantes italianos. Mediante la letra de cambio la obligación del emisor (en la forma de orden de pago) pudo ser usada para pagar deudas comerciales o prestar dinero. Como un instrumento para transferir deuda generó una dinámica monetaria privada que favoreció el surgimiento del capitalismo, gracias a ella los agentes privados pudieron transferir deuda unos a otros, comprar sin pagar inmediatamente, etc. El crédito comercial se realizaba mediante la letra de cambio, la cual permitía a productores y comerciantes disponer de inmediato de los ingresos esperados por ventas futuras.

Se puede decir que la letra de cambio fue la precursora del dinero bancario, el cual se desarrollaría en el siglo XVII. No fue en un principio un instrumento de crédito transferible aunque se convertiría en uno entre los comerciantes internacionales. Cuando la letra de cambio es aceptada como prueba de una obligación anterior, se convierte en un instrumento financiero. Gracias a la letra de cambio privada el capital pudo circular sin tener que depender de la autoridad monetaria.

---

<sup>4</sup> Esto quiere decir que la oferta de metales preciosos no es muy sensible ante variaciones en la demanda y por lo tanto los precios no se alterarán demasiado.

### *Orígenes de la banca*

Cuando el comercio se volvió internacional, en la Edad Media, el uso de múltiples monedas hizo necesaria la actividad de los orfebres y cambistas. Estos se convirtieron pronto en depositarios de monedas y metales, sobre las que ofrecían garantías. Llevaban cuentas a sus clientes, los cuales podían hacer retiros directamente o bien ordenar efectuar pagos a terceros. Los cambistas también extendían crédito en cuenta corriente a sus clientes; esto sucedía, por ejemplo en Génova durante el siglo XII.

Los mercaderes, al llegar a la ciudad, solían depositar sus metales preciosos con los orfebres, y lo que circulaba eran los certificados de depósito que éste emitía. De esta forma los certificados de depósito adquirieron el carácter de moneda en las transacciones.

Pronto, los depositarios de metales se dieron cuenta de que era improbable que todos los depositantes reclamaran simultáneamente sus tesoros. En la práctica, sólo una fracción de estos permanecía activa como medio de cambio; el resto circulaba simbólicamente a través de certificados de depósito.

Cambistas y orfebres, por otra parte, se enfrentaban a una demanda de crédito que se satisfacía abriendo cuentas corrientes y que no obligaba a la entrega de la riqueza metálica más que en una fracción; el resto descansaba en la credibilidad de los certificados de depósito.

Sobre la base de esa probabilidad de retiro de riqueza metálica, los orfebres se dedicaron a la creación de dinero fiduciario. Emitían certificados de depósito que sólo podían ser convertibles en la fracción que la práctica comercial requería como medio de cambio.

### *Dinero fiduciario privado*

Las letras de cambio y el dinero bancario son dinero fiduciario porque se aceptan como medios de pago gracias a la confianza que se tiene en quien los emite, y se les llama dinero fiduciario privado porque los emiten personas privadas.



## **1.2 Los mercados financieros en el siglo XVI**

Durante el siglo XVI los mercados financieros europeos experimentaron importantes transformaciones. Los desordenes monetarios en que incurrieron los monarcas para financiar sus gastos llevaron a la pérdida de la confianza del público en los medios de pago que circulaban en Europa a principios del siglo XVI. El dinero fiduciario de aquella época consistía en certificados de depósito de bancos privados, o de otros depositarios de riqueza. Estos certificados, al ser emitidos sin el necesario respaldo metálico, ocasionaron una fuerte inflación que minó la confianza del público en ellas, y llevó a la bancarrota a las casas de banca al serles exigida su conversión en metales. Esta experiencia condujo al establecimiento de bancos públicos, que fueron los antecedentes directos de los bancos centrales de hoy.

Los mercados de valores también experimentaron importantes desarrollos en esta época. Durante el siglo XVI comenzaron a emitirse bonos de la deuda pública con carácter transferible, creándose las primeras bolsas de valores para realizar estas y otras transacciones financieras. La letra de cambio, igualmente, se hizo negociable, permitiéndose a sus poseedores endosarlas y descontarlas en los bancos.

En este período los principales usuarios del crédito fueron el gobierno, los nobles y algunas empresas.

## **1.3 Los mercados financieros en los siglos XVII y XVIII**

En el siglo XVIII vuelven a aparecer los bancos privados, los cuales se expanden rápidamente con la Revolución Industrial. Estas instituciones aceptaban depósitos, emitían billetes y descontaban letras de cambio.

El crédito bancario a largo plazo se concedía fundamentalmente al gobierno, e incluso se prohibía a los bancos públicos que dieran crédito a largo plazo a clientes privados. Éstos sólo tenían acceso al crédito de corto plazo, principalmente mediante letras de cambio.

#### **1.4 Los mercados financieros en el siglo XIX y principios del XX**

El descuento de letras de cambio se convirtió, durante el siglo XIX, en la principal fuente de creación de dinero en todos los países capitalistas. Los billetes emitidos por los bancos constituían la mayor parte del dinero en circulación, en tanto que la participación de la moneda metálica disminuía.

Posteriormente, hacia finales del siglo XIX, cuando la letra de cambio dejó de ser el principal instrumento de crédito a corto plazo y fue sustituida por el crédito en cuenta corriente que dan los bancos directamente a sus clientes, los depósitos bancarios se convirtieron en el principal componente de la circulación monetaria. En esta etapa, la emisión de billetes pierde importancia, al ser sustituidos en la circulación por cheques. También en este período el financiamiento bancario a largo plazo al sector privado experimentó un importante crecimiento.

#### **1.5 El patrón oro**

La expansión del comercio internacional en el siglo XIX y comienzos del XX estuvo acompañada del auge de las finanzas internacionales y la consolidación del Patrón Oro como sistema de pagos internacionales y regulación macroeconómica. El desarrollo de un sistema de instrumentos de financiamiento y pago de transacciones comerciales (letras de cambio y similares) fue un complemento necesario de dicha expansión, a lo que se fue sumando una red internacional de sucursales de los grandes bancos europeos y estadounidenses. El desarrollo de mecanismos de financiamiento de largo plazo fue un proceso paralelo, que abarcó tanto la emisión de bonos de deuda pública como instrumentos de financiamiento privado. (CEPAL, 2002)

El siglo XIX conoció, gracias al Patrón Oro, una notable estabilidad de los tipos de cambio y un desarrollo económico que no se vio obstaculizado por insuperables desequilibrios en los intercambios internacionales. Pero, el oro se convirtió rápidamente en una moneda secundaria tanto en los intercambios interiores como internacionales, y ello en beneficio de la actividad económica. Dado que si en este período de rápido crecimiento se hubieran limitado al uso del oro, la cantidad de dinero hubiera sido en poco tiempo insuficiente y difícil de manejar.

Las necesidades de financiación del comercio internacional que aumentaron con el desarrollo industrial se vieron satisfechas por créditos bancarios de corto plazo y por movimientos de capital a largo plazo. (Niveau,1983)

En el interior de los países el crédito bancario (los depósitos) sustituyó al oro mediante el empleo del cheque, mientras que a nivel mundial, la libra adquirió el rango de moneda internacional.

Si el oro hubiese sido la única y verdadera forma de dinero, los progresos de la industrialización se hubiesen visto frenados. Fue gracias al uso del cheque y al aumento del dinero bancario que se pudo vencer la dificultad. (Niveau,1983) En 1871 todos los países económicamente importantes habían adoptado el Patrón Oro puro. Desde entonces, y hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial (1914), ese fue el Patrón único con muy pequeñas excepciones. (Chapoy, 2001)

La característica esencial del sistema monetario del siglo XIX y hasta 1914 fue la gradual sustitución de la moneda mercancía (oro y/o plata), por la moneda crédito (billetes de banco, depósitos bancarios, letras de cambio) (Triffin, 1964).

Al estallar la Primera Guerra Mundial (1914), Estados Unidos y el Reino Unido suspendieron la libre circulación de oro a través de las fronteras nacionales, con lo cual, de hecho, abandonaron el Patrón Oro puro. (Chapoy, 2001)

### **1.6 El patrón de cambios oro.<sup>5</sup>**

La historia del periodo de entreguerras, especialmente de 1919 a 1930, está caracterizada por el conflicto entre Londres y Nueva York. Antes de la guerra la libra era la única divisa nacional utilizada como moneda internacional. Al terminar la guerra el dólar podía competir con la libra. El monopolio londinense se hallaba roto, lo que no iba a favorecer la estabilidad monetaria internacional.

A partir de 1919, Gran Bretaña pierde su monopolio financiero. Con ello, los especuladores quedan libres de elegir entre varias divisas clave y el desplazamiento de la confianza implica desplazamientos de capitales.

---

<sup>5</sup> Véase Niveau,1983

Terminada la guerra se establece el "patrón de cambios oro" (*gold exchange Standard*) en 1922. Se puede decir que mientras que el sistema anterior a la guerra funcionaba con agilidad y el dominio de la libra no despertaba estrategias opositoras por parte de otros países que poseían ya, junto al oro, reservas en libras, el advenimiento oficial del patrón de cambios oro iba a replantear una serie de cuestiones. Dado que ya no existía un solo centro de oro, y que, según las resoluciones de Génova, cualquier país podía atribuirse este papel, la competencia se desató; primeramente entre Londres y Nueva York, y posteriormente entre París y Londres. Los capitales a corto plazo que, antes de 1914, permanecían con toda naturalidad en Londres o volvían a sus países, tenían en adelante la posibilidad de elección entre varios polos dominantes, entre varias divisas clave.

Entre 1924 y 1929 la mayoría de los países parecía haberse recuperado de los trastornos causados por la Primera Guerra Mundial; en Estados Unidos, por ejemplo, los negocios habían alcanzado un auge inusitado. Pero en 1929 ocurrió la quiebra del mercado de valores de Nueva York. Millones de personas que habían invertido en valores, vieron disminuir bruscamente el dinero que poseían.

Los bancos sufrieron retiros masivos de depósitos y empezaron a suspender pagos y a quebrar. Se creó un círculo vicioso: al disponer de menos dinero, se restringía la producción y el empleo; al reducirse estos, había menos dinero que gastar.

Existiendo entre todos los países tan estrechas relaciones y dado el gran peso de Estados Unidos en la economía mundial, la depresión se propagó afectando a todos.

Debido a la crisis se establecieron restricciones al comercio exterior y a los movimientos de capital. A causa de estas medidas, entre 1929 y 1933 el comercio mundial descendió y se desató una hiperinflación. Todo esto agudizó la depresión, en especial en los países económicamente más débiles. (Chapoy, 2001)

Al presentarse la Gran Depresión (en 1929) y la consecuente incertidumbre en el mundo financiero, se abandona el Patrón - Oro. La desaparición del Patrón Oro trajo problemas macroeconómicos como inestabilidad. A esto debe agregarse el derrumbe del financiamiento internacional. (CEPAL, 2002)

### 1.7 El sistema de Bretton Woods.

Durante la Segunda Guerra Mundial, nuevamente el financiamiento de los gastos bélicos y de la reconstrucción posterior, hizo crecer excesivamente la circulación monetaria en todos los países, provocando agudos problemas. Por esta razón, aún antes de que concluyera la guerra empezaron a hacerse planes para organizar el sistema monetario internacional (SMI), teniendo en la mira poner fin a la inestabilidad monetaria, a las restricciones cambiarias, a los controles a los movimientos de capital y a las barreras que obstaculizaban el comercio internacional, para que la economía mundial pudiera prosperar. (Chapoy, 2001)

El problema inicial de posguerra implicaba el establecimiento de un sistema de pagos que pudiera promover la recuperación económica y el crecimiento del comercio entre los antiguos combatientes.<sup>6</sup>

El dólar se convirtió gradualmente en una moneda internacional, alcanzando la primacía que tuvo el oro hasta 1914 y la libra esterlina hasta 1939. Gobiernos y bancos centrales, así como particulares, empezaron a acumular dólares en sus reservas monetarias internacionales. (Chapoy, 2001) Al dar principio la acumulación de dólares se estableció las bases para la existencia en la práctica de un *patrón cambio dólar* más que de *un patrón cambio oro*.

Se puede decir que durante el periodo en que estuvo vigente el sistema de Bretton Woods los sistemas monetarios y financieros locales fueron dependientes del Estado. La política monetaria era utilizada para objetivos económicos de los gobiernos, las tasas de interés se ajustaban a las necesidades de la política económica y los depósitos estaban explícita o implícitamente garantizados por los gobiernos. La amenaza de riegos sistémicos se encontraba lejos, merced a la garantía del Estado. El dinero estaba principalmente subordinado a financiar el gasto, las instituciones públicas y al sector privado. (Cardero, 2004)

#### *Instituciones que se crean en Bretton Woods.*

En Bretton Woods se firma un acuerdo para la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual tenía tres funciones principalmente: establecer las normas del sistema monetario internacional,

<sup>6</sup> Eatwell et al. "The New Palgrave Dictionary of Economics". Vol.II pp 917-920

prestar asistencia financiera en determinados casos a los países miembros y actuar como órgano consultivo con los gobiernos. (Tamames, 1993)

Otro organismo que se creó en Bretton Woods fue el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF). Este organismo se creó con el propósito de ayuda a la reconstrucción y fomento de los países miembros, facilitando la inversión de capital. Pero, el BIRF no pudo cubrir los montos necesarios para la reconstrucción de las economías devastadas, por lo que en 1948 el Banco se centró en operaciones de préstamos a los países subdesarrollados.

### **1.8 Crisis del sistema de Bretton Woods.**

Durante algunos años el SMI creado en Bretton Woods promovió la estabilidad cambiaria y un crecimiento de la producción con escasa inflación y con mercados financieros estables.

La reconstrucción económica de los países europeos permitió que éstos fueran aumentando sus propias reservas monetarias internacionales (oro y dólares); mientras tanto, la Balanza de Pagos de Estados Unidos se fue tornando deficitaria (debido en parte a los desajustes de la economía estadounidense generados por los gastos en la Guerra de Corea). Entre 1965 y 1968 los millones que gastó Estados Unidos para financiar la Guerra de Vietnam y los programas de educación pública y desarrollo urbano acentuaron el desequilibrio entre los dólares que circulaban por todo el mundo y las reservas de oro estadounidenses. (Chapoy, 2001)

La magnitud en que crecieron los dólares que los extranjeros poseían en obligaciones a corto plazo de Estados Unidos hizo dudar de la capacidad de Estados Unidos para canjearlo por oro.

Cuando se puso en duda la estabilidad de la moneda estadounidense, los dólares en poder de los extranjeros se canjearon no sólo por oro sino también por otras divisas; esto produjo un aumento global de las reservas internacionales y de la oferta monetaria mundial. La oferta en expansión de dólares inconvertibles en oro, provocó una gran inflación mundial.

En 1965-1966, tratando de contener la inflación, se elevaron las tasas de interés, lo cual redujo la actividad económica de los Estados Unidos; por ello, el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos bajó las tasas de interés en 1967-68, pero entonces aumentó la inflación. (Chapoy, 2001)

Para resolver los problemas de la relativa escasez de dólares, en 1967, la asamblea del FMI en Río de Janeiro decidió la creación de los derechos especiales de giro (DEG); instrumentos monetarios que preteridían ampliar la liquidez del sistema monetario internacional. Se trataba de proveer liquidez mediante la emisión de moneda fiduciaria internacional.

En los años setenta se incrementa el flujo de capitales de Estados Unidos hacia los países europeos y Japón, lo que genera un déficit comercial para E. U. Además, se presentaban problemas inflacionarios en la economía estadounidense. (Martínez, 2001)

Debido a la disminución de las reservas de E. U. , en agosto de 1971 Nixon decide eliminar la convertibilidad del dólar con el oro, lo que permitió poder devaluar su moneda y recuperar en parte su capacidad competitiva. En febrero de 1973, se devaluó de nuevo el dólar, debido a la desconfianza en que la paridad del dólar pudiera mantenerse y por motivos especulativos. Todo lo anterior generó una gran salida de capitales de E. U. (Martínez, 2001)

A partir de 1973 el clima de inestabilidad económica caracterizado por la creciente inflación mundial y el desorden en los mercados cambiarios se complicó, al acelerarse la inflación mundial y presentarse la crisis energética. (Chapoy, 2001)

Todos los problemas anteriores hicieron que en 1973 se abandonara el sistema de tipos de cambio fijos establecidos en Bretton Woods, este abandono tuvo como consecuencia grandes transformaciones en el sistema financiero internacional. En el nuevo entorno financiero mundial se impulsó la creación de nuevos instrumentos que exigían libertad para moverse. Era necesaria la remoción de las barreras regulatorias, la abolición de los controles de crecimiento del crédito, el surgimiento de un mercado global de instrumentos financieros y el manejo de la política monetaria a través de tasas de interés de corto plazo, operaciones de mercado abierto, etc.

### **1.9 Apertura de la cuenta de capital y desregulación financiera<sup>7</sup>**

Con la ruptura del Sistema Monetario Internacional acordado en Bretton Woods, se redujo el control sobre los movimientos financieros internacionales, la magnitud de éstos recursos aumentó aceleradamente y en general se volvieron más volátiles. (Cardero, 2004). Todo lo anterior provocó un incremento de la inestabilidad de los sistemas financieros.

<sup>7</sup> Véase Cardero, 2004

A consecuencia de la abolición de controles, los flujos internacionales de capital crecieron exponencialmente. Se presenta un gran crecimiento de los mercados de divisas y de acciones además de operaciones crecientes en bonos. Esta expansión de actividad financiera fue acompañada de un aumento de los préstamos bancarios privados y de fluctuaciones recurrentes en los tipos de cambio. Los recursos externos comenzaron a moverse cada vez más con fines especulativos.

La década de los ochenta se caracteriza por la liberalización de los flujos de capital (en países desarrollados y en algunos países en desarrollo), altas tasas de interés (que resultaron perjudiciales para los países deudores), inestabilidad en los tipos de cambio (los cuales se volvieron flexibles). En este periodo también disminuyen las limitaciones a los movimientos de capital, creando dificultades para retener las inversiones productivas y dando impulso a una importante burbuja financiera. También se percibe un incremento de la inversión extranjera directa (IED), sobre todo en los países del centro. Aparecen nuevos instrumentos financieros y se presenta un gran desarrollo en las comunicaciones con lo que se facilitan las transacciones financieras.

En la década de los noventa los sistemas financieros se vuelven más liberales, disminuyen los mecanismos de control nacionales, aumenta la desintermediación bancaria y hay un crecimiento de las instituciones financieras no bancarias.



## Capítulo 2

### **Estructura, características y transformaciones del sistema financiero a nivel de los países y su relación con el mercado financiero internacional**

#### **2.1 Funcionamiento y estructura del sistema financiero**

El sistema financiero no existe como una institución específicamente localizada en un determinado lugar; por el contrario es un área en la cual son intercambiados fondos entre los prestamistas y prestatarios. La tasa de interés es el precio de los fondos del sistema financiero. La tasa de interés desde la perspectiva del prestatario es lo que se puede pagar con el fin de obtener fondos, mientras que desde la perspectiva del prestamista, es el premio que recibe por prestar fondos. (Minian, 2001)

*El sistema financiero se encarga de canalizar los recursos de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias de la economía.<sup>8</sup> Este proceso se lleva a cabo mediante los mercados financieros y un amplio grupo de intermediarios financieros (bancos, compañías de seguros, fondos de pensión, etc.). Los principales prestamistas de fondos son las familias, el gobierno, las empresas y algunos agentes externos también pueden prestar fondos.*

En el contexto internacional, la capacidad de mover recursos de un país a otro permite que los prestatarios financien inversiones rentables sin tener que depender de un ahorro nacional a veces escaso. Al mismo tiempo ofrece a inversores y prestamistas la posibilidad de obtener un rendimiento más elevado que el que podrían conseguir en los países de origen.

Los mercados e intermediarios financieros facilitan el flujo de fondos de los agentes que no tiene oportunidades de inversión productiva a quienes si las tienen; como las empresas. Mediante este

---

<sup>8</sup> Los agentes superavitarios, son aquellos que después de haber completado su consumo y sus gastos en activos reales, tienen fondos sobrantes. Estos fondos tienen una completa liquidez. Por otro lado, están los agentes deficitarios, que son aquellos que gastan más dinero del que reciben a menos que decidan reducir sus gastos, deberán obtener fondos de los agentes superavitarios. Los agentes deficitarios deberán estar dispuestos a pagar un interés por los fondos prestados. Existen dos formas de transferir fondos de los agentes superavitarios a los agentes deficitarios; el financiamiento directo y el financiamiento indirecto (mediante algún intermediario financiero). (Minian, 2001)

proceso, contribuyen a aumentar la producción y la eficiencia de toda la economía, además de mejorar el bienestar de la sociedad.

Los sistemas financieros canalizan un gran flujo de fondos a través de la economía, sus actividades tienen efectos sobre la riqueza de las personas, el comportamiento de las empresas y los consumidores, y del conjunto de la economía. (Mishkin, 2001)

Dentro del sistema financiero hay tres mercados financieros merecen atención particular: el mercado de bonos, el mercado accionario y el mercado cambiario.

- Mercado de Bonos

Un bono es un instrumento de deuda que promete hacer pagos periódicos en un período de tiempo específico. El mercado de bonos permite a las empresas y gobierno pedir préstamos para financiar sus actividades. Este mercado es importante ya que en él se determinan las tasas de interés, las cuales afectan las decisiones de consumo e inversión de los agentes.

- Mercado accionario

Una acción se considera una parte alícuota del capital social de una empresa. En este mercado se comercian los derechos sobre las ganancias de las empresas. Emitir acciones y venderlas al público es algo que las empresas utilizan comúnmente para incrementar sus fondos y financiar sus actividades.

Las fluctuaciones en el precio de las acciones afectarán las decisiones de inversión de los empresarios y la riqueza de las personas, lo que a su vez tendrá un efecto sobre el consumo, y por lo tanto, sobre la actividad económica.

- Mercado Cambiario

En este mercado se determina el tipo de cambio, es decir, el precio de la moneda de un país en términos de la de otro país. Una modificación en el tipo de cambio afectará a la economía haciendo que el consumo varíe ya que modifica los términos de intercambio.

El tipo de cambio es una de las variables clave de la economía. Su valor nominal (unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera) y su valor real (en términos de capacidad de compra) son influidos por una gran diversidad de aspectos de la economía. La evolución nominal y

real del tipo de cambio influye en la competitividad de corto plazo de la economía, la producción nacional de bienes importables y exportables, el ahorro interno, el nivel general de precios y, por supuesto, el mercado de divisas y la balanza de pagos. (Krugman, 1994)

### *Estructura de los mercados financieros*

Existen varias clasificaciones para los mercados financieros, entre las cuales Mishkin destaca las siguientes:

#### Mercado de deuda y de acciones

Este mercado incluye instrumentos de deuda como bonos u obligaciones hipotecarias hechas por las empresas para obtener fondos. Otra forma mediante la cual las empresas obtienen recursos es la emisión de acciones.

#### Mercados primarios y secundarios

Los mercados financieros primarios son aquellos en que los activos financieros son de nueva creación, es decir, se crea una nueva deuda; en cambio en los secundarios simplemente cambia el poseedor de un activo financiero ya preexistente. (Krugman, 1994)

#### Mercados bursátiles y sobre el mostrador

Los mercados secundarios pueden organizarse de dos maneras. Una es organizar intercambios donde los compradores y vendedores se reúnen en un lugar determinado para llevar a cabo los intercambios.

La otra manera de organizar los mercados secundarios es tener un mercado *sobre el mostrador*, donde los negociantes ubicados en determinados lugares y contando con una existencia de valores permanecen prestos a comprar o vender valores *sobre el mostrador* a quien acuda a ellos y esté dispuesto a aceptar sus precios. (Mishkin, 2001)

#### Mercado de dinero y capitales

Según el plazo de vencimiento de los activos se puede establecer la siguiente clasificación: cuando el plazo de vencimiento de un activo es menor a un año, se denomina mercado de corto plazo, de dinero o monetario. Un mercado de capitales es aquel en el que se negocian activos con vencimiento superior a un año.

### *Intermediarios financieros*

Los intermediarios financieros movilizan fondos de los prestamistas a los prestatarios, mediante la emisión de préstamos. Por ejemplo, los bancos pueden adquirir fondos mediante la emisión de pasivos para el público en forma de depósitos de ahorro. A su vez, estos fondos pueden ser usados por los bancos para emitir préstamos a las empresas.

Sin los intermediarios financieros como el sector bancario y otras instituciones financieras, el mercado financiero no podría movilizar los fondos de los ahorradores hacia a los agentes con oportunidades de inversión productiva (generalmente las empresas y el gobierno).

Los bancos son los intermediarios financieros con los que las personas interactúan con más frecuencia, sin embargo, los bancos no son la única institución financiera importante, por ejemplo, en los últimos años han cobrado importancia las compañías de seguros, sociedades de inversión, fondos de pensión, fondos de inversión y los bancos de inversión.

Los intermediarios financieros se pueden clasificar de la siguiente manera:

- Bancos o instituciones de depósito

Son intermediarios financieros que aceptan depósitos y conceden préstamos. Incluidos dentro de la definición de banco se encuentran los bancos comerciales, asociaciones de ahorro y préstamo, bancos mutualistas de ahorro y uniones de crédito.

- Instituciones de ahorro contractual

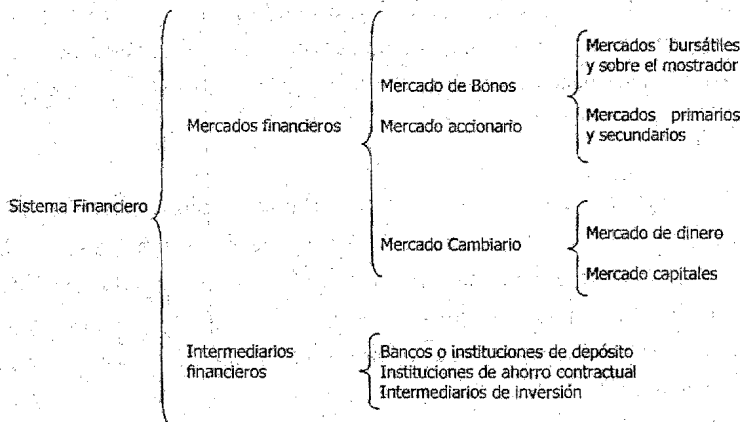
Son instituciones que adquieren fondos a intervalos periódicos sobre una base estipulada. Entre este tipo de compañías se encuentran las compañías de seguros de vida, los fondos de pensión, etc.

- Intermediarios de inversión

Esta categoría de intermediarios financieros incluye compañías financieras, fondos de inversión, etc.

Los intermediarios financieros juegan un papel importante dentro del sistema financiero debido a que reducen los costos de transacción y resuelven problemas de *selección adversa* y *riesgo moral*, los cuales están relacionados con la información asimétrica existente en los mercados financieros.<sup>9</sup>

### Estructura del sistema financiero



<sup>9</sup> *Información asimétrica*: Surge Cuando una de las partes, en una transacción, tiene menos información que la otra Esto significa que existe incertidumbre, al menos en una de las partes involucradas en la transacción, respecto al bien o servicio que se va a intercambiar. Existe un problema de información asimétrica cuando un grupo de individuos involucrados en el intercambio de ciertos bienes tiene un acceso más fácil y barato a la información y entonces éste grupo tendrán mayor poder de negociación de precios y cantidades, porque está mejor informado que su contraparte, por lo tanto usará su ventaja para obtener mayores beneficios. (Ayala, 2000)

*Selección adversa*: Hay selección adversa cuando una de las partes en una transacción cualquiera toma decisiones ignorando la información que posee la segunda parte. (Ayala, 2000)

Por ejemplo, la selección adversa ocurre cuando los prestamistas potenciales (con riesgo de insolvencia), quienes son los de mayor probabilidad de producir un resultado indeseable (adverso), son los que buscan más activamente un préstamo y tienen, por lo tanto, mayor probabilidad de ser seleccionados. Dado que la selección adversa crea una mayor probabilidad de otorgar créditos riesgosos, los prestatarios pueden decidir no hacer algunos préstamos. (Mishkin, 2001)

Otro ejemplo de selección adversa: consideremos un mercado en el cual son intercambiados productos de diferente calidad. Los compradores y los vendedores ordenan los productos de diferente calidad en la misma forma, pero, sólo los vendedores pueden observar la calidad de cada unidad del bien que venden. Los compradores pueden observar, a lo más, la distribución de la calidad de los bienes previamente vendidos; sin algún recurso para que los compradores identifiquen los productos de buena calidad, los productos de mala calidad serán siempre vendidos con los productos de buena calidad. (Palgrave)

*Riesgo moral*: Es el riesgo que los prestatarios pueden adquirir en actividades que son indeseables (inmorales) desde el punto de vista de los prestamistas, y debido a ellas se hace menos probable que los préstamos sean pagados. Lo anterior da como resultado el que los prestamistas decidan no hacer algún préstamo. (Mishkin, 2001)

## 2.2 Características del sistema financiero internacional

### *Especulación*

La desordenada creación de liquidez internacional, junto con las innovaciones tecnológicas y financieras surgidas en los últimos años, han permitido que la especulación en los mercados bursátiles y cambiarios obtenga mayores beneficios que la inversión productiva. Como resultado de ello, el financiamiento internacional ha crecido mucho más rápidamente que el ingreso real mundial y el comercio internacional. (Mantey, 2002)

El capital financiero ha desalentado la inversión en el sector productivo, reduciendo el empleo y la productividad, estimulando la especulación e intensificando los disturbios en las relaciones monetarias internacionales. Ello se debe a que los mercados financieros reaccionan más rápidamente que los mercados de bienes y servicios ante cualquier acontecimiento o rumor y al creciente volumen e integración del stock<sup>10</sup> global de activos líquidos en relación a la economía real. (Chapoy y Manrique, 2000)

En la década de los setenta la mayoría de los países desarrollados comenzaron a eliminar todas las restricciones a los movimientos internacionales de capital. El resultado fue un incremento exponencial del volumen de flujos internacionales de capital. La mayor parte de estos flujos resultó ser de corto plazo (es decir, menores a un año), lo que nos indica que en su mayoría no financiaron la inversión productiva sino que fueron de carácter especulativo.

Eatwell señala que dado que la mayoría de los intercambios no financiaron el comercio de bienes y servicios o las inversiones de largo plazo, estos intercambios de corto plazo tienen que estar basados en las expectativas de ganancias derivadas de cambios en el valor de los activos financieros. En sentido más amplio, son especulativas. (Puyana, 2002)

En los años ochenta se observó también un desarrollo similar en los mercados de bonos y acciones. Lo anterior fue acompañado por un gran aumento en el acervo de los préstamos bancarios internacionales.

<sup>10</sup> Por stock global de activos líquidos se entiende el dinero y todo activo financiero que fácilmente es convertible a dinero a través de la venta en un mercado.

### *Recurrencia de crisis*

A partir de los procesos de liberalización financiera, que comenzaron a cobrar fuerza aproximadamente en la década de los setenta, en la mayoría de los países han ocurrido un gran número de crisis, ya sea bancarias o financieras, tanto en países desarrollados como en países en desarrollo, siendo éstos últimos los más afectados.

La enorme de flujos financieros ha producido una recurrencia de crisis financieras que parecen estar ocurriendo con una frecuencia perturbadora. (Puyana, 2002)

### *Contagio de crisis*

Debido a las grandes fluctuaciones de corto plazo en los tipos de cambio, las tasas de interés y los precios de los activos, el sistema financiero es muy volátil, y está sometido a "contagios", ya que las sacudidas financieras en un país tienden a propagarse rápidamente entre mercados aparentemente no conectados con el punto de origen del problema.

Las crisis sufridas por varios países en la segunda mitad de la década de 1990 (México 1994-1995; Indonesia, Corea y Tailandia en 1997; Rusia en 1998; Brasil en 1998-1999, y Argentina en 2001-2002) sugieren que la vulnerabilidad de las economías ante giros bruscos de los mercados financieros internacionales obedece fundamentalmente a tres factores:

- La magnitud del déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos.
- La dependencia de los flujos de financiamiento altamente volátiles, sobre todo los créditos de corto plazo y los flujos de cartera.
- La solidez de los mercados financieros nacionales, especialmente la capacidad para resistir fluctuaciones de las tasas de interés y de los tipos de cambio.

La exposición a la volatilidad y al contagio asociado a las nuevas modalidades de financiamiento externo se ha transformado en la principal fuente de vulnerabilidad externa de las economías en desarrollo. Los mercados privados de capitales se han caracterizado por un efecto de contagio, tanto en períodos de auge como de crisis.

### 2.3 Apertura y Desregulación Financiera.

Merced a la apertura comercial y financiera impulsada en los años setenta por la mayoría de los países desarrollados (y en los ochenta por los países en desarrollo) se presenta una expansión en el intercambio de divisas y de las operaciones bancarias, lo cual generó una mayor integración económica mundial.

Hasta los años ochenta, la mayoría de los mercados financieros de los países en desarrollo estaban fuertemente regulados<sup>11</sup>; sin embargo, a partir de esa fecha y de forma progresiva, desaparecieron los límites nacionales y comenzó a aflorar un mercado global de capitales.

El fenómeno globalizador ha modificado los diferentes mercados y sistemas financieros que estaban segmentados<sup>12</sup>, controlados y protegidos, de forma que éstos se vieron impulsados a adoptar formas de operar que favorecieron a su vez al proceso de globalización. (Martínez, 2001)

El punto de partida de la teoría de la liberalización financiera fue el concepto de represión financiera<sup>13</sup>, y el argumento fundamental fue que la represión financiera (que es una mezcla de políticas financieras que incluyen topes a las tasas de interés, créditos selectivos u otros tipos de intervención estatal en el mercado de capitales) generaba bajos niveles de oferta del ahorro privado y el fondeo de la inversión. (Stuart, 2002)

Los estudiosos sostenían como principal argumento para la liberalización que los mercados financieros eran el centro del proceso de ahorro e inversión y que lo característico era que la intervención gubernamental reprimiera su funcionamiento con consecuencias negativas para el crecimiento. (Lugo, 2002)

<sup>11</sup> La *regulación* implica trabas legales establecidas por cada país con respecto tanto a las operaciones que pueden realizar los establecimientos financieros como el cumplimiento de determinadas relaciones o coeficientes entre sus deudas, los depósitos de los clientes y sus préstamos por operaciones de crédito.

<sup>12</sup> La *segmentación* significa que las entidades financieras sólo pueden llevar a cabo aquellas operaciones para las que están legalmente autorizadas y que difieren según la clase de entidad de que se trató (cajas de ahorro, bancos, otras entidades financieras).

<sup>13</sup> Mackinnon sugirió que el sistema financiero de la mayoría de los países en vías de desarrollo estaba reprimido (manteniendo un tamaño pequeño) por una serie de intervenciones gubernamentales que mantenían muy bajas las tasas de interés que los bancos nacionales ofrecían a los ahorradores. (Mishkin, 2001)



Uno de los argumentos para emprender la liberalización financiera fue la afirmación de que los procesos de desregulación financiera conducirían a una elevación de las tasas de interés con lo cual se incrementaría en ahorro, la inversión productiva y el ingreso, al mismo tiempo que disminuiría la tasa de inflación.

Según Mackinnon, en una economía que ha estado financieramente reprimida un aumento en las tasas de interés por encima de la productividad marginal de la inversión, tendría el efecto de elevar la propensión al ahorro, y su canalización al mercado financiero, aumentando con ello la disponibilidad de crédito. Esto induciría a los empresarios a invertir en proyectos de alta rentabilidad, de modo que la nueva inversión no conduciría a una reducción de la tasa de ganancia, sino lo contrario.

Después de la crisis de la deuda, en 1982, la mayoría de los países en desarrollo emprendieron la liberalización tanto del sector comercial como del sector financiero, para facilitar la obtención de recursos que les permitieran cumplir con el pago de sus deudas.

Al respecto se argumentó que una importante razón por la cual muchos países en desarrollo experimentaban bajas tasas de crecimiento era debido a que su sistema financiero se encontraba poco desarrollado por las regulaciones impuestas por el gobierno sobre este sector. (Mishkin, 2001). Se argumentaba que para que los mercados financieros fueran más eficientes era necesaria la liberalización.

Entre los argumentos utilizados para que los países en desarrollo abrieran sus cuentas de capitales, estaban que ello permitiría incrementar el ahorro interno, ampliar el grado de desarrollo de los mercados financiero internos, reducir el costo de la intermediación financiera mediante una mayor competencia, satisfacer la demanda de diversificación del riesgo de los individuos y optimizar la asignación de recursos a nivel nacional y mundial.

Es importante destacar que las reformas de las décadas de los ochenta y noventa concernientes a la liberalización financiero no resultaron como se esperaba, ya que no hubo un incremento en el ahorro interno y además los países en desarrollo se hicieron más dependientes del capital externo.

## **2.4 El sistema financiero internacional y las restricciones que genera en economías abiertas: exclusión, vulnerabilidad y fragilidad.**

Así como en la microeconomía se habla de las restricciones, el término restricción puede llevarse al nivel macroeconómico y específicamente al sector financiero, el cual puede verse limitado debido a ciertos factores, generando efectos adversos en la economía.

Las economías abiertas se enfrentan a tendencias restrictivas sobre su crecimiento, como son la exclusión, fragilidad y vulnerabilidad financieras. Estas tendencias se encuentran relacionadas con la preferencia por la liquidez;<sup>14</sup> ya que en una economía monetaria muchas de las transacciones necesitan financiamiento, el dinero es crucial para las interrelaciones financieras que caracterizan a la economía.

En una economía en desarrollo abierta la preferencia por la liquidez que tengan los agentes puede restringir el crecimiento al actuar sobre las decisiones de inversión. Por ejemplo, la preferencia por la liquidez de las empresas puede cambiar según la etapa del ciclo económico en que se encuentre la economía. Si se espera que haya crecimiento económico, las empresas preferirán cambiar sus activos líquidos por inversión productiva, por lo que contribuirán a la expansión de la economía real.

En un sistema abierto que se caracteriza por la incertidumbre debido a las diversas expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la economía en el futuro, las restricciones financieras pueden influir en las interrelaciones de las variables que determinan el comportamiento económico. En este caso el comportamiento de alguna (algunas) variable macroeconómica puede afectar el comportamiento de las demás.

La preferencia por la liquidez de los diferentes actores de la economía (empresas, familias y gobierno) da lugar a restricciones financieras tales como: exclusión, vulnerabilidad y fragilidad financiera. Esta tesis se enfocará al estudio de la vulnerabilidad financiera principalmente, pero, antes de ello, se hace necesario definir claramente las tres restricciones antes mencionadas.

---

<sup>14</sup> La preferencia por la liquidez se relaciona con la incertidumbre sobre el futuro, entre mayor sea ésta más alta será la preferencia por la liquidez.

### *Exclusión financiera*

El término exclusión financiera hace referencia a aquellos agentes (estos pueden ser individuos, empresas, regiones o incluso países) económicos que por diversos factores son excluidos de los servicios financieros (principalmente los bancarios). Este fenómeno hace que se niegue, impida o restrinja el acceso a servicios financieros como cuentas de cheques, cuentas de ahorro, tarjetas de crédito, extensión de créditos, créditos hipotecarios y créditos para gasto en educación, entre otros.

La preferencia por la liquidez (principalmente la preferencia por la liquidez bancaria) se encuentra relacionada con el proceso de exclusión financiera. La actitud de los bancos para otorgar créditos parece cambiar de acuerdo a su preferencia por la liquidez. Una baja preferencia por la liquidez implica un cambio de bienes líquidos a bienes menos líquidos; una mayor voluntad de otorgar los préstamos solicitados y una más favorable evaluación de la solvencia de los clientes. Si los bancos no evalúan correctamente a los prestatarios y tienen muchos préstamos riesgosos se pueden volver frágiles y hasta pueden llegar a la quiebra, trayendo efectos negativos para la economía, como fue el caso de la crisis bancaria y financiera de México en 1994.

Hay tres motivos que explican la incorporación de la solvencia dentro de las preferencias por la liquidez<sup>15</sup> bancaria:

- **Transacción.** El motivo transacción se encuentra relacionado con la incertidumbre ya que los bancos deben tener una reserva de dinero líquido para enfrentar la demanda de dinero de los clientes. Un adecuado nivel de reservas previene a los bancos de recurrir a préstamos interbancarios o de recurrir al Banco Central.
- **Precaución.** Los cambios en la percepción del riesgo sistémico pueden afectar el nivel de reservas bancarias, debido al motivo precaución.
- **Especulación.** Igual que los especuladores, cuando los bancos esperan una caída en la economía, es probable que cambien a activos más líquidos. Esto puede significar que los bancos ofrecerán menos préstamos, y los que ofrezcan serán por períodos de tiempo más cortos.

---

<sup>15</sup> Los motivos para mantener dinero en forma líquida fueron definidos por Keynes (1936) en la *Teoría general de la ocupación el interés y el dinero*.

La percepción del riesgo por los bancos está determinada por las condiciones sistémicas y por las características de los prestatarios. Una expectativa de caída en el crecimiento hará que los bancos decidan volver a evaluar la solvencia de los prestatarios tanto por motivos precautorios como especulativos.

Dado que es difícil cuantificar el riesgo que implica cada prestatario a los bancos, éstos recurren a reglas de aprobación. Las reglas de aprobación implican que ciertas categorías de prestatarios pueden ser excluidos de acuerdo a la preferencias por la liquidez que haya en ese momento.

Ante una caída económica, la preferencia por la liquidez bancaria cambiará, por lo que los parámetros para evaluar la solvencia de los clientes también cambiarán, lo anterior, ocasionará que algunos clientes sean marginados del crédito.

Las pequeñas empresas y las personas de bajos ingresos se encuentra en desventaja cuando hay una caída en el ciclo económico (pues los hace financieramente vulnerables) ya que aumenta la preferencia por la liquidez bancaria, y por lo tanto, serán las primeras en ser excluidas del crédito.

Generalmente se encuentra una relación entre la exclusión financiera y las personas de bajos ingresos y las empresas pequeñas, ya que este grupo representa un mayor riesgo para los bancos. Esto se manifiesta en el racionamiento del crédito o en el cobro de primas por riesgo. Sin embargo, la negación del crédito a las pequeñas empresas y a las familias puede resultar en una disminución de la actividad económica.

Las expectativas de los prestamistas pueden también afectar las decisiones de inversión de los empresarios; influir en el comportamiento de la economía y por lo tanto en el nivel de empleo. Por ejemplo, el status de una empresa o persona puede cambiar de solvente a insolvente, y de esta forma ser excluida del crédito bancario, se puede decir entonces que la empresa se encuentra restringida por la exclusión financiera.

La exclusión financiera es un proceso que acompaña al desarrollo bancario. A lo largo del cual se han presentado fusiones y adquisiciones por parte de los grandes bancos, haciendo desaparecer a los pequeños. Dado que los bancos pequeños eran la mayor fuente de crédito para las pequeñas empresas, las fusiones, estimularon la exclusión de servicios financieros y del crédito de las

pequeñas empresas, cuando estas son excluidas del crédito y de los servicios financieros se afecta al empleo y los ingresos que éstas generan.

Finalmente, se dice que una economía es excluida financieramente cuando no tiene acceso al crédito internacional o cuando se ve privada de flujos de capital procedentes del exterior (porque las expectativas sobre su crecimiento y estabilidad no son buenas). Esta falta de acceso al crédito internacional tiende a restringir el desarrollo de estas regiones. Por lo regular los países periféricos son los que más se enfrentan a la exclusión financiera. Cabe mencionar que los prestatarios en la periferia se encuentran más restringidos que en el centro porque su sistema financiero se encuentra menos desarrollado.

#### *Análisis Centro - Periferia de la exclusión financiera*

El desarrollo del sector financiero (y bancario) es más avanzado en el Centro que en la Periferia. Los desarrollos en el sector bancario que se registran en el Centro tardan mucho tiempo en llegar a la Periferia aún cuando los bancos del Centro tengan sucursales en ésta.

Los prestatarios de la Periferia se encuentran más restringidos que los del Centro debido a las diferencias existentes en el nivel de desarrollo en el uso del crédito para la inversión y el consumo, además de la profundidad y alcance de su sistema financiero (la proporción de desbancarizados).

La capacidad de las regiones periféricas de atraer recursos adicionales depende de las expectativas sobre la región en el largo plazo. Si se espera que las regiones crezcan, entonces, habrá entrada de capitales provenientes del Centro. Pero, si se espera una caída en el ciclo económico de la Periferia, entonces, no habrá entrada de capitales y la región periférica se volverá más vulnerable al retiro del crédito.

#### *Vulnerabilidad financiera*

El concepto de vulnerabilidad financiera no tiene una definición única y puede ser aplicado a un individuo, empresas o país. Este concepto se refiere a la sensibilidad al retiro del crédito, a un cambio en la proporción de deuda, a cambios en el plazo de liquidación de la deuda, así como a los cambios en el valor de los activos financieros que afectan el valor neto de las compañías.

La vulnerabilidad de un país puede ser descrita como el grado en el que los eventos externos pueden dañar o alterar potencialmente a la economía. Entre las economías algunas son más vulnerables que otras. Esta diferencia está marcada por el grado de profundidad de su sistema financiero, es decir, la magnitud que alcanzan las transacciones bancarias y financieras, la población que tiene acceso a las mismas; el tamaño de su deuda interna y externa; el impacto que tienen las variaciones en el tipo de cambio, el destino de los recursos financieros que entran al país (si son usados para la inversión productiva o son meramente especulativos), etc.

En el contexto internacional, la vulnerabilidad se relaciona con el grado de exposición de una economía a los flujos financieros y comerciales.

El término *vulnerabilidad* sugiere que una economía abierta a los flujos internacionales está más expuesta debido a la volatilidad del tipo de cambio. En la medida en que la volatilidad del tipo de cambio afecta los costos de las materias primas importadas y las ganancias por los productos exportados, las expectativas de volatilidad pueden hacer que los proyectos de inversión no sean llevados a cabo. De esta forma se afecta a la inversión productiva y por lo tanto al empleo y el crecimiento económico. En el capítulo cuatro se profundizará más sobre el estudio de la vulnerabilidad, centrándonos en la economía mexicana.

Por otra parte, las empresas (ya sean bancarias o no bancarias) también pueden ser vulnerables. Una empresa es vulnerable financieramente en la medida en que tiene una mayor dependencia de los recursos externos y su grado de endeudamiento se incrementa sin cesar.

El conocimiento de la vulnerabilidad puede desalentar las decisiones de inversión productiva de los empresarios. El retiro del crédito puede afectar a la inversión (la cual se verá reducida) y con ello afectar al sector real de la economía (nivel de producto y empleo).

La vulnerabilidad se incrementa también cuando se producen desequilibrios en los mercados financieros ya que esto puede conducir a un retiro del crédito.

### *Fragilidad financiera*

Según Minsky (1982), la inestabilidad observada en las economías capitalistas se debe principalmente al complejo grupo de relaciones de mercado que entran en el proceso de inversión

y a la forma en que la estructura de deudas compromete los flujos de efectivo que resultan de la producción. Al incrementarse la deuda privada dentro del sistema financiero, se presenta un incremento en los desequilibrios económicos. Para él la inestabilidad es un fenómeno recurrente que se presenta a lo largo del sistema capitalista.

Para Minsky la economía capitalista se caracteriza por tener una estructura financiera compleja y sofisticada. En este tipo de economía las decisiones de inversión, el financiamiento de la inversión, las ganancias y los compromisos para hacer pagos se encuentran muy relacionados. Las decisiones de inversión se encuentran sujetas a las expectativas sobre el futuro que tengan tanto los prestatarios como los prestamistas. Estas decisiones de inversión pueden verse afectadas por las fluctuaciones en la tasas de interés, las cuales influyen sobre la liquidez, las ganancias y la solvencia de las instituciones financieras y por lo tanto también sobre los acuerdos de financiamiento. De tal forma el comportamiento de la economía depende en gran medida de las decisiones de inversión las cuales resultan ser muy variables según las expectativas que tengan los empresarios sobre el futuro.

El hecho de que la inversión se financie mediante recursos externos (por ejemplo créditos) puede traer riesgos tanto para prestatarios como para prestamistas; debido a que el incumplimiento del pago de los créditos otorgado por las instituciones financieras a las empresas hace que la liquidez del sistema financiero disminuya, volviéndolo frágil.

Ya que parte de las ganancias obtenidas por las empresas después del gasto en inversión serán dedicadas al pago de los créditos, éstas deberán ser superiores a los compromisos que el crédito implique. De acuerdo con esto, Minsky clasifica a las empresas de la siguiente manera: conservadora, especuladora y Ponzi.

Una postura conservadora implica gran seguridad; significa que en todo momento las ganancias son superiores a los compromisos de las empresas con el banco. Dada la incertidumbre relacionada con las condiciones futuras de los ingresos y las condiciones de crédito, la empresa conservadora mantendrá saldos en forma de efectivo o activos de muy rápida realización para poder hacer frente a cualquier eventualidad. (Gurza, 2002)

Una postura especuladora es caracterizada por el pago únicamente de los intereses de la deuda, dejando la amortización del principal para períodos posteriores. La empresa especuladora

pretenderá refinanciar su deuda. Esta situación es más vulnerable y dependiente de las condiciones futuras del mercado de créditos. Una alza en las tasas de interés forzará a las empresas a reducir sus márgenes de seguridad, a liquidar sus activos y a contratar nuevos créditos para cubrir los que vayan venciendo. Pero puede suceder que dados los bruscos movimientos de la tasa de interés, la empresa entre en insolvencia al no contar con la liquidez para cumplir con sus compromisos.

La empresa Ponzi presenta ingresos esperados que son inferiores no sólo a los pagos de capital sino también a los pagos de intereses. La empresa Ponzi paga a sus acreedores con fondos conseguidos mediante nuevas deudas o consumiendo los saldos líquidos precautorios que pueda tener.

Los tres tipos de empresas están sujetas a los efectos negativos de cambios en los flujos de ingresos que esperan ellas mismas y los bancos: una empresa conservadora se puede convertir en especuladora, una especuladora en Ponzi y una Ponzi puede finalmente quebrar al no poder pagar sus deudas. (Gurza, 2002)

El sistema financiero es frágil y susceptible a las crisis si las expectativas no son favorables y se percibe una amplia vulnerabilidad financiera, conduciendo al incumplimiento de las obligaciones.

Basándose en la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky, Studart (1994) nos dice lo siguiente: la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky describe la inherente tendencia de inversionistas y especuladores a incrementar rápidamente su endeudamiento en momentos de optimismo. Si tal optimismo es compartido por las instituciones de crédito, ellas acomodarán la demanda de préstamos reduciendo sus márgenes de seguridad. El resultado neto es un incremento en la vulnerabilidad del sistema de compromisos financieros.

La fragilidad financiera en la medida en que derive en el deterioro de la percepción de los acreedores sobre las empresas acreditadas significará para éstos un aumento en el riesgo de crédito que se traducirá en mayores costos a los créditos otorgados, racionamiento del crédito y en el peor de los casos en una crisis financiera que cancele el financiamiento, y con ello un freno al crecimiento económico. (Gurza, 2002)



### Capítulo 3

## Evolución del sistema financiero mexicano

### 3.1 Antecedentes del sistema financiero mexicano

Los primeros bancos que se establecieron en México fueron financiados con capital extranjero. En el lapso transcurrido entre 1870 y 1910 el país experimentó el establecimiento, en colaboración con los intereses financieros externos, de un sistema bancario y monetario rudimentario.

El sistema financiero mexicano que prevaleció antes de la década de los cincuenta se caracterizaba por la escasez de recursos y la falta de desarrollo. El oro y la plata constituían la base de circulación monetaria y resultaba extremadamente difícil obtener créditos, tanto internos como externos, para financiar empresas, ya fueran públicas o privadas.

Las primeras instituciones de crédito fueron creadas por el gobierno con el fin de apoyar el desarrollo de ciertos sectores. En este periodo se establecieron instituciones nacionales especializadas para facilitar el movimiento de fondos de préstamo hacia sectores de la economía y actividades específicas para los que el mercado no proporcionaba voluntariamente una oferta adecuada de crédito, y en los que el gobierno tenía un interés especial, por razones de desarrollo económico. En su mayor parte los recursos de las instituciones nacionales de crédito se dedicaron a financiar actividades industriales y agrícolas.

### 3.2 Desarrollo estabilizador 1950-1970

El sistema financiero mexicano de la época de desarrollo estabilizador estaba dominado por los bancos, y el mercado financiero predominaban los títulos gubernamentales de largo plazo y los bonos financieros. El Banco de México instrumentaba la política monetaria recurriendo a la intervención directa mediante topes a la tasa de interés, cambios en la razón de requerimientos de reservas, controles cuantitativos del crédito y modificaciones a la tasa de remuneración de los depósitos. Es decir, se utilizaban muchos de los instrumentos que autores como Shaw y Mac Kinnon atribuyen a economías bajo represión financiera. (Guillén, 2002)

Merced a una serie de medidas implantadas en los años sesenta, el gobierno promovió la reserva del sector bancario para los inversionistas nacionales, tanto de la banca como de los seguros y las fianzas.

Las tasas de interés las determinaban las autoridades monetarias tanto del lado de los depósitos (tasa pasiva) como de los préstamos (tasa activa). El crédito se orientaba de manera selectiva gracias a tres instrumentos: el encaje legal, las instituciones nacionales de crédito y los fondos de fomento. (Guillén, 2002)

### 3.3 Década de los setenta

A principios de la década de los setenta hay una marcada tendencia del sector financiero a la canalización selectiva del crédito. Sólo algunos sectores prioritarios eran favorecidos por la canalización de financiamientos en condiciones preferenciales. El gobierno se encontraba entre los sectores favorecidos, en virtud de los fuertes desequilibrios que presentaban las finanzas públicas. (Ortiz, 1994)

El establecimiento de la banca múltiple tenía como objeto favorecer la competencia gracias a la fusión de bancos pequeños. Se trataba, en la óptica liberalizadora de Shaw y Mac Kinnon, de ampliar la gama de operaciones permitidas a los intermediarios para reducir la segmentación de los mercados financieros. (Guillén, 2002)

Otra transformación institucional importante se refiere a la autorización otorgada a los bancos en 1974 para intervenir en los mercados internacionales. A partir de este año pudieron abrir sucursales fuera del país y participar en el capital de instituciones extranjeras.

También a finales de 1974 se aprueba una nueva Ley del Mercado de Valores. Con esta ley se estableció el marco legal para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios. En 1977 se crea la Comisión Nacional de Valores, entidad encargada de supervisar y regular las operaciones de los mercados de capital y de dinero.

A pesar de la aparición de varios intermediarios financieros no bancarios, los bancos siguieron desempeñando el papel más importante dentro del sistema financiero mexicano. "Los bancos no

sólo dominaban el sistema financiero en una situación de fuerte concentración<sup>16</sup>, sino que tenían una participación activa en el capital de otros intermediarios financieros y en empresas industriales y comerciales." (Guillén, 2002)

En el año de 1978 se autorizó el cambio de la banca especializada a la banca múltiple. A partir del establecimiento y la operación de la banca múltiple, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México promueven la reestructuración del sistema bancario, con lo cual se produce una reducción de las instituciones de crédito. En 1976 existían en el país más de 240 bancos y para 1978 las instituciones de crédito se habían reducido a 104 y, en agosto de 1982, el número tan sólo era de 68, de los cuales 35 eran bancos múltiples. (Tello, 2004)

El objetivo central de las reformas entre 1975 y 1982 fue el de adaptar el sistema financiero del país a las nuevas condiciones internas (aceleración de la inflación y mayores necesidades financieras del sector público) y a las nuevas condiciones que se estaban dando en la economía mundial mayores tasas de interés y un relativo estancamiento inflacionario. (Tello, 2004)

Durante los años de consolidación de los grupos financieros y de la banca múltiple (de 1970 a 1982) el sistema financiero mexicano se caracterizó por una reglamentación compleja y confusa; no desempeñaba adecuadamente su papel de intermediación financiera, no operaba en forma del todo eficiente y había prácticas especulativas.

### **3.4 Década de los ochenta**

#### *Nacionalización de la Banca.*

En 1981 las condiciones internacionales como la caída de los precios del petróleo y el incremento en las tasas de interés, anuncian el fin del período de rápida expansión de la economía nacional. Durante 1981 y 1982 el ánimo especulativo de la banca fue creciente y las fugas de capital alcanzaron montos cuantiosos que pusieron en peligro la estabilidad de la economía nacional.

<sup>16</sup> A inicios de los años ochenta 15 instituciones controlaban un aproximado de 90% del total de los recursos del sistema financiero.

Como una medida para hacer frente a la crisis económica de México en 1982, ocasionada por el elevado incremento de la deuda pública externa, el gobierno decide nacionalizar la banca privada del país.

De 1982 a 1988 la inflación, el estancamiento económico, la devaluación, la ausencia de crédito externo, la fuerte canalización de recursos al gobierno y la restricción crediticia al sector privado produjeron una importante desintermediación bancaria. (Rodríguez, 2002)

Entre 1982 y 1987 el sector financiero mexicano (principalmente el sector bancario) se caracteriza por una fuerte represión financiera (reforzada en parte con la nacionalización de la banca de 1982).

Características del sistema bancario del período 1982-1987:

- Propiedad estatal de todos los bancos comerciales y de desarrollo, así como de algunas grandes empresas de seguros.
- Disminución del encaje legal que los bancos estaban obligados a depositar en el Banco Central de 50 a 10 por ciento del pasivo.
- Determinación de la mayor parte de las tasas de interés activas y pasivas por las autoridades monetarias.
- Represión del sistema bancario.
- Dinamismo del sector bursátil.
- Entre 1983 y 1988 el financiamiento del déficit público dominó al sistema bancario en México, pero, como el financiamiento bancario resultó insuficiente para cubrir dicho déficit, se emitieron títulos de deuda pública de corto plazo.

En esos años, desde el gobierno se apoya y se promueve con todo tipo de estímulos a las casas de bolsa (propiedad de particulares), en detrimento de la banca nacionalizada." (Tello, 2004)

#### *Liberalización del sistema financiero*

A partir de 1985 México inició la instrumentación de medidas de liberalización comercial y financiera. Las reformas instrumentadas en el sistema financiero se proponían incrementar la competitividad y eficiencia de los intermediarios en la asignación de recursos.

Las propuestas teóricas de la liberalización financiera se basaban en el diagnóstico de una situación de *represión financiera* que explicaba los efectos negativos de la insuficiente generación de ahorro para el crecimiento de la inversión productiva. De acuerdo con dichas evaluaciones, la falta de recursos para la inversión y el crecimiento del país resultaba de la aplicación de políticas de control de las tasas de interés, la imposición de encajes obligatorios y una asignación directa del crédito por intermediación de agencias del mismo gobierno. Con base en lo anterior, a mediados de la década de los ochenta hay un consenso sobre los beneficios de desregular y liberalizar los mercados financieros nacionales para así atraer flujos de inversión extranjera. Desde la perspectiva de McKinnon, debía buscarse la apertura de los mercados para atraer el ahorro externo.

La desregulación operativa consistió fundamentalmente en la liberalización de las tasas de interés pasivas del sistema bancario; en la eliminación de la canalización obligatoria de recursos; y en la sustitución y posterior eliminación del encaje legal y del coeficiente de liquidez (este coeficiente se elimina en 1981). La liberalización de las tasas de interés permitió la desregulación de una parte importante de la intermediación bancaria. (Ortiz, 1994)

La existencia de un amplio mercado de valores, sobre todo de deuda pública, fue un requisito indispensable para la desregulación operativa de la banca iniciada en 1988. El desarrollo del mercado de títulos de deuda pública, además de constituir una fuente de financiamiento del gobierno, jugó un papel relevante en la desregulación del sistema financiero y del bancario en particular.

Por otra parte, a partir del proceso de liberalización financiera algunos intermediarios financieros no bancarios comenzaron a cobrar importancia, entre los que podemos mencionar a las compañías aseguradoras, arrendadoras, empresas de factoraje, etc.

Durante los años ochenta y noventa, la desregulación operativa, la privatización bancaria, la constante adecuación del marco jurídico y la apertura comercial, así como la ampliación de los servicios financieros fueron algunos de los factores que modificaron el sistema financiero mexicano. Las reformas tuvieron por objeto la transformación estructural de la organización financiera que debía mudar los apoyos de la estructura industrial, centrados en el mercado interno, hacia el fortalecimiento de la posición exportadora del país.

### 3.5 Reforma financiera: 1988 en adelante.

Las reformas instrumentadas de diciembre de 1988 en adelante se proponían modernizar el sistema financiero con el fin de incrementar el ahorro nacional para así canalizarlo de manera eficaz y oportuna hacia actividades productivas que permitieran alcanzar los niveles de crecimiento deseados. Dentro de las reformas al sistema financiero mexicano destaca, la privatización de la banca, bajo el supuesto de que esto generaría un sistema financiero más eficiente y competitivo.

En este período se promueve el proceso de liberalización financiera mediante el cual se emprenden diversas reformas como:

- *Privatización bancaria*

Durante mayo de 1990 el servicio de banca y crédito dejó de ser una actividad exclusiva del Estado y se dio acceso a los particulares a la actividad bancaria. La privatización de la banca comercial se llevó a cabo entre 1991 y 1993.

Con la privatización el sector público deja de ser el principal usuario del crédito bancario, el cual se canaliza con una fuerza sorprendente al sector privado, fundamentalmente para el consumo y la inversión residencial, así como para el comercio y los servicios. (Guillén, 2002)

- *Autonomía del banco central*

El proceso legislativo de la reforma constitucional para dotar de autonomía al Banco de México se inició el 17 de mayo de 1993. La parte sustancial de la reforma establece que: "El estado tendrá un Banco Central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Ninguna autoridad podrá ordenar al Banco Central conceder financiamiento."<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, Editorial Porrúa, México, 1997.

- *Modificaciones a la banca de desarrollo*

Se redujo la acción de la banca de desarrollo, que durante décadas se utilizó exitosamente para fomentar la actividad de ciertas áreas prioritarias y estratégicas. Algunos bancos desaparecieron y otros fueron reducidos a su mínima expresión.

- *Tasas de interés*

Liberalización de las tasas de Interés activas y pasivas de los bancos y eliminación de diversas restricciones en materia de asignación de crédito y de encaje legal (1989) y posteriormente las razones de liquidez (1991).

- *Encaje legal*

En 1989, el régimen de encaje legal fue sustituido por un coeficiente de liquidez que obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación.

En 1991, entre las reformas al sistema financiero destaca la eliminación del coeficiente de liquidez. En lo sucesivo, el financiamiento del déficit gubernamental deberá cubrirse de forma parcial mediante una mayor colocación directa de instrumentos de deuda pública en los mercados.

- *Apertura al capital extranjero*

Respecto al capital extranjero, es de especial importancia señalar que como parte de la reforma financiera de 1989, se inicia una importante liberalización del marco regulatorio de la inversión extranjera directa (IED) y se otorgan beneficios adicionales a las actividades de exportación, en particular dentro del modelo de las industrias maquiladoras. De similar trascendencia es la Ley del Mercado de Valores, de diciembre de 1989, con la que se liberaliza la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado bursátil mexicano. (Sánchez, 2000)

La legislación de 1990 permite la participación de extranjeros hasta en 30% del capital social de las casas de bolsa y en la Bolsa Mexicana de Valores. Al mismo tiempo, se permite a aquéllas establecer sucursales en el exterior.

De especial trascendencia es también la autorización para la venta directa de títulos públicos a residentes extranjeros, pues significará un gran impulso al propósito de seguir ampliando y consolidando un mercado de dinero local, pero también, por su liquidez y altos rendimientos, un mercado atractivo para el capital financiero internacional. (Sánchez, 2000)

Con la puesta en marcha del TLCAN en enero de 1994 se permite la entrada al país de bancos e intermediarios financieros no bancarios estadounidenses y canadienses, es decir, la entrada de bancos comerciales y de inversión, almacenes, afianzadoras y aseguradoras. (Sánchez, 2000)

En 1996 hay una nueva modificación a la Ley de inversión extranjera, permitiendo el acceso de inversionistas extranjeros a algunos sectores antes bajo control estatal, como telecomunicaciones, ferrocarriles y aeropuertos.

Como resultado de las modificaciones antes mencionadas se presenta una fuerte entrada de capitales a México. La entrada de IED (que es considerada más estable) muestra una tendencia creciente en la década de los noventa. Por otra parte las inversiones de cartera también tienen un gran crecimiento a raíz de las transformaciones de sistema financiero. De las inversiones extranjeras de cartera destacan por su volumen, pero también por su inestabilidad, los capitales colocados en títulos de deuda.

Se puede decir que el proceso de liberalización y desregulación se llevo a cabo de la siguiente manera: primero se lleva a cabo la desregulación de la inversión extranjera directa. Posteriormente, se dio la apertura de los mercados financieros a la inversión de cartera y, finalmente, se permitió la inversión extranjera en la banca. Mediante estos cambios se procuró promover la capitalización de los intermediarios financieros, atraer nuevas tecnologías y proporcionar una red más amplia de vínculos con los mercados internacionales.

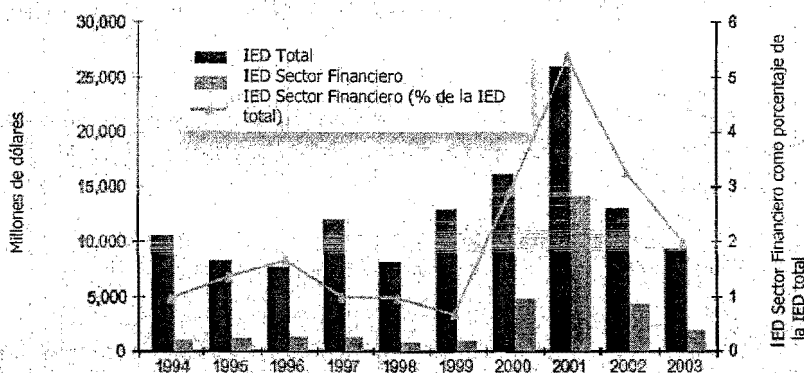


### 3.6 Características actuales del sistema financiero mexicano

#### Banca Extranjera

Durante la década pasada la inversión extranjera directa (IED) transformó el sistema financiero mexicano (ver gráfica 1). Por ejemplo, entre 1999 y 2003, México recibió \$25.3 billones de IED en su sector financiero. Esto forma casi el 40% del total de flujos de IED dentro del país. Como resultado del flujo de IED al sector financiero del país, el sistema bancario tiene la más alta proporción de propiedad extranjera en América Latina. (Steinfeld, 2004).

Grafica 1  
Flujos de IED total y del sector financiero en México, 1994-2003



Fuente: Steinfeld, Jacob, 2004.

Actualmente México es el país con mayor participación de capital extranjero en la banca entre las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y también entre los países de América Latina. Con números a diciembre de 2003, el 81% de los activos de las instituciones financieras en México es propiedad de extranjeros. (Tello, 2004)

La apertura del sector bancario a la IED hizo que bancos extranjeros decidieran invertir en él. Así, a través de fusiones y adquisiciones el número de bancos extranjeros en México continuó creciendo. Las transformaciones del sector han sido extremadamente rentables para los bancos

extranjeros, fundamentalmente porque los recursos bancarios permanecen relativamente sin competencia, permitiendo que los bancos tengan altas ganancias (ver cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**Entrada de Bancos Extranjeros México después de 1994**

<b>AÑO</b>	<b>NUMERO DE BANCOS EXTRANEROS</b>	<b>ADQUISICIONES BANCARIAS EN MEXICO</b>
1995	1	BBA (ProBursa)
1996	3	Scotiabank (Inverfat), Santander (Mexicano).
1997	4	HSBC (Serfin)
1998	5	Citibank (Confía)
2002	6	Bank of America (Santander Serfin)

Fuente: Steinfeld, Jacob, 2004.

La entrada de bancos extranjeros fortaleció el sistema bancario de México al restablecer la solvencia y estabilidad. A pesar de ello, aún hay diversos problemas financieros relacionados a la falta de financiamiento de pequeñas y medianas empresas así como créditos a personas de escasos recursos.

En México el sistema nacional de pagos está en manos del capital extranjero. Los intereses de la banca son los de sus propietarios extranjeros, que pueden o no coincidir con los intereses de la nación en donde operan.

Factores que influyeron para que los bancos extranjeros invirtieran en México

Además de los acuerdos firmados por México para la liberalización financiera y comercial, algunas características que hicieron atractivo al sector bancario para la IED fueron:

- A pesar de ser uno de los sectores más grandes en América Latina la penetración del crédito por el sector bancario en México es aún uno de los menores en la región.
- México tiene un sector bancario poco desarrollado en términos de sucursales per cápita en comparación con los países desarrollados.
- El grado al cual los ahorros son canalizados a través del financiamiento para la inversión por parte del sistema financiero es muy bajo en comparación con otros países.
- La escasa competencia en el sector bancario genera expectativas de mayores ingresos. De esta forma el costo bancario es más atractivo para la IED.

Otros factores que influyeron para atraer IED al sector bancario en la década de los noventa fueron la creciente importancia del mercado mexicano en los Estados Unidos y el incremento de los flujos de remesas hacia México. De acuerdo a la encuesta de población de 2002, 9.8 millones de residentes de los Estados Unidos eran mexicanos, de éstos, 5.3 millones eran indocumentados. El monto de remesas recibidas en México también se ha incrementado considerablemente. En 2001, México fue el mayor receptor de remesas en el mundo. En 2003, México recibió \$13.27 billones en remesas, un incremento del 30% en comparación con el año anterior. Los ingresos por remesas en México son mayores que el ingreso total por turismo, más de dos tercios del valor de las exportaciones petroleras y cerca de 180% más que los ingresos por exportaciones agrícolas, además, las remesas son la segunda fuente más importante de ingresos del país. (Steinfeld, 2004). A partir de la entrada de bancos extranjeros el costo de transferir dinero de Estados Unidos a México se redujo, debido a la mayor competencia bancaria dentro del mercado de remesas. Esto proporciona oportunidades importantes para que los bancos extranjeros capturen un continuo flujo de ingresos de un mercado en expansión, de remites y receptores de remesas.

Los bancos han obtenido una gran rentabilidad del comercio, las tarjetas de crédito, las cuentas de cheques y la administración de fondos de pensión (Afores). De 1997 a 2002, McKinsey & Company reportan que las ganancias sobre el capital en el sistema bancario mexicano se incrementó de 5.1 a 13.1%. (Steinfeld, 2004).

#### *Concentración del sistema Bancario*

Una característica importante del sistema bancario mexicano es que se encuentra altamente concentrado. La concentración permite que los bancos fijen el precio de entrada por arriba del que ofrecen las casas matrices en el país de origen, lo que provoca una forma de selección de la clientela por vía del costo de apertura y de mantenimiento de una cuenta. Los bancos realizan una selección de sus clientes por medio del precio y de las comisiones que cobran.

Hay una gran concentración de los servicios financieros, especialmente de los bancarios, un número relativamente pequeño de bancos maneja un porcentaje considerable de recursos. Con base en los datos de Tello para el 2003 los bancos BBVA Bancomer, Banamex y Serfin Santander Mexicano, todos ellos de capital extranjero, controlan el 62% de los activos, el 57% de la cartera total, el 61% del pasivo total, el 63% de la captación total, y obtienen el 74% de la utilidad neta total.

Además, los principales diez bancos en México cuentan con 99.6% de las cuentas de disposición inmediata (incluidas cuentas de cheques y de ahorro), 99.3% de los depósitos de largo plazo y 95.6% de las tarjetas de crédito (ver cuadro 2). (Ruiz, 2004)

Cuadro 2

	Cuentas de Captación		
	Disponibilidad inmediata	Depósitos a plazo	Tarjetas de crédito
<b>México: Nichos de mercado de los bancos, septiembre de 2003</b>			
<b>Total nacional</b>	28,312,470	3,777,994	12,408,703
BBVA-Bancomer	9,571,740	901,574	3,855,820
HSBC	5,139,025	636,318	357,316
Banamex	3,080,385	1,175,126	7,042,699
Banorte	3,020,538	548,661	234,140
Azteca	2,707,557	1,098	693
<b>Participación porcentual de los 5 bancos más importantes</b>	83.1	86.4	92.6
Santander-Serfin	3,564,142	313,788	148,209
Scotia bank Inverlat	890,457	155,139	219,894
Inbursa	150,780	163	1,714
Afirme	41,159	31,697	6,029
Banregio	38,612	8,741	
<b>Participación porcentual de los 10 bancos más importantes</b>	99.6	99.3	95.6

Fuente: Ruiz Durán, Clemente. 2004

Algunas consecuencias de la alta concentración del sistema bancario son los altos costos para los usuarios y la dificultad para acceder a este tipo de servicios debido a los requisitos impuestos por los bancos.

Los bancos mexicanos cobran elevadas comisiones por los servicios que ofrecen (no así en su país de origen), y gracias a ello obtienen grandes ingresos. "Por el lado de los egresos, la banca paga a los ahorradores tasas de interés que están por debajo del nivel de inflación. De esta manera, al usuario de los servicios de la banca le pagan un rendimiento negativo en términos reales y le cobran todo tipo de comisiones. (Tello, 2004)

#### *Contracción del crédito*

La captación de recursos monetarios y de ahorro como porcentaje del PIB se redujo considerablemente después de la privatización de la banca: en 1994 fue de un 32%, en 2000 de un 23% y en 2003 es de menos de 20%. Por su lado, la evolución del saldo del crédito otorgado por la

banca comercial al sector privado de la economía, expresado como fracción del PIB, pasa de cerca del 43% en 1994 a 9.7% en 2000 y a 8.4% en 2003. (Tello, 2004)

A pesar del incremento en la IED en el sector bancario en el período 1997-2003 el crédito bancario total al sector privado no financiero, y la razón préstamos / activos bancarios disminuyeron durante este período.

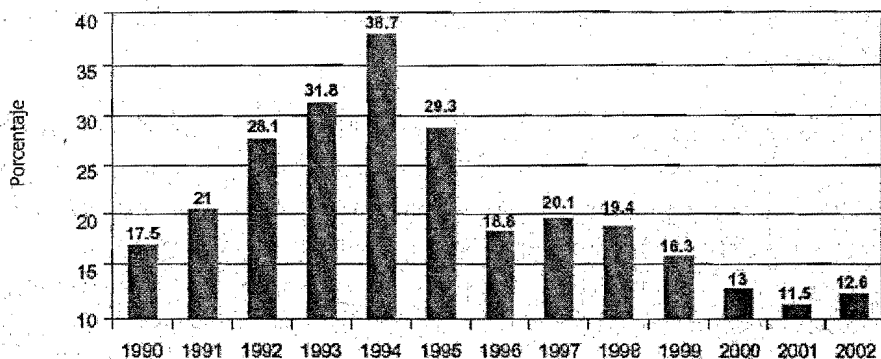
El crédito total al sector privado (ver gráfica 3) se redujo de 1,577 billones de pesos en 1997 a 1,372 billones de pesos en 2003, una reducción promedio anual de 2.3%. No sólo el monto total de préstamos al sector privado disminuyó, sino que la composición de éstos préstamos –bancarios vs. no bancarios- también cambió dramáticamente. En 1997, los bancos proporcionaban 57% del crédito total al sector privado. En 2003, éste disminuyó a 35%, un promedio anual de disminución de 10% en el crédito bancario total al sector privado. Por otra parte, la proporción del crédito no bancario al sector privado se incrementó de 43% en 1997 a 65% en 2003, un incremento anual promedio de 4.6%. (Steinfeld, 2004).

El crédito bancario total al sector privado (ver gráfica 4) no financiero disminuyó de 436 billones de pesos en 1997 a 338 billones de pesos en 2003, una disminución promedio anual de 4%. El crédito bancario al sector privado no financiero consiste en préstamos comerciales, hipotecarios y al consumo. El crédito comercial disminuyó de 286 billones de pesos en 1997 a 196 billones de pesos en 2003, una disminución promedio anual de 6.1%. Los préstamos hipotecarios también disminuyeron de 122 billones a 71 billones de pesos de 1997 a 2003, una reducción promedio anual de 8.6%. Por otra parte, el crédito al consumo de los bancos se incrementó en 16.8% anual, de 28 millones de pesos en 1997 a 71 billones de pesos en 2003. En 2003, el crédito bancario total a sector privado no financiero se incrementó 0.9%. El crédito al consumo creció 42% en 2003, en contraste, el crédito comercial e hipotecario disminuyeron en 4.9 y 10.1% respectivamente. (Steinfeld, 2004).

Entre 1997 y 2003 el crédito comercial disminuyó de 66 a 58%, el crédito hipotecario disminuyó de 58 a 21% y el crédito al consumo se incrementó de 6 a 21%, todos ellos como porcentaje del crédito bancario total al sector privado no financiero. (Steinfeld, 2004).

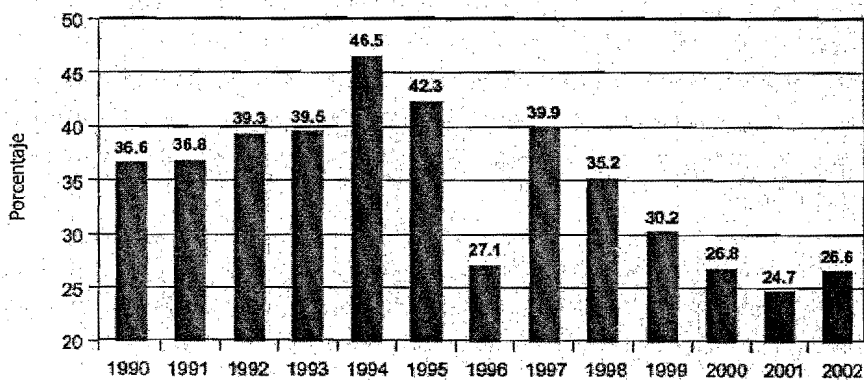
La reducción del crédito bancario al sector privado ha afectado a las pequeñas empresas, pues a diferencia de las grandes empresas exportadoras las cuales tienen acceso a los mercados internacionales de capital, éstas no cuentan con esa opción.

**Gráfica 3**  
**Crédito proporcionado al sector privado en México, 1990-2002**  
**(Porcentaje del PIB)**



Fuente: Steinfeld, Jacob, 2004

**Gráfica 4**  
**Crédito proporcionado al sector bancario en México, 1990-2002**  
**(Porcentaje del PIB)**



Fuente: Steinfeld, Jacob, 2004

Se puede decir que el papel de los intermediarios financieros, al menos en cuanto al suministro de crédito al sector privado ha disminuido de 1997 a 2003, lo cual ha dañado a los consumidores, las empresas y los trabajadores. (Steinfeld, 2004).

### *Desbancarizados y exclusión financiera*

#### Exclusión financiera en México

El sistema financiero mexicano actual se caracteriza por ofrecer sus servicios sólo a una pequeña proporción de la población. Por una parte se encuentra un grupo que dispone de los servicios del sistema financiero (principalmente los relacionados con la banca) y por otra los que cuentan con dichos servicios de manera parcial o nula. Esta situación no es exclusiva de México, sino que existe en todos los países, incluso en los desarrollados. El no tener acceso a los servicios financieros es lo que se puede llamar exclusión financiera desde la perspectiva de Hawkins (2003).

En México gran parte de la población carece de acceso a los servicios financieros, lo cual afecta al desempeño económico. El sector financiero desempeña un papel importante ya que facilita la movilización del ahorro, en especial para llevar a cabo proyectos rentables para la sociedad, además de reducir los costos de transacción entre los agentes de la economía.

El mayor acceso al sistema financiero contribuye a que disminuya la pobreza, ya que los servicios financieros están en posibilidades de orientar el ahorro hacia inversiones más productivas.

#### Desbancarizados

Por desbancarizados entendemos a aquellas personas que no tiene acceso a los servicios ofrecidos por los intermediarios financieros bancarios. Un problema fundamental para el acceso a los servicios financieros es el de los costos; los cuales son demasiado elevados para permitir que la población de bajos ingresos abra y mantenga una cuenta bancaria (ver cuadro 3). En México sólo las personas del percentil 100 tienen acceso a los principales productos bancarios, se puede decir que sólo las cuantas de ahorro son accesibles para todos los niveles de ingreso. (Ruiz, 2004)

Parece existir una relación positiva entre los grados de ingreso y los desbancarizados: ésta baja conforme se eleva el primero.

Es importante mencionar que quienes no cuentan con servicios bancarios pagan mayores costos de transacción, ya que no solo pierden tiempo para pagar y cambiar recibos, sino que el dinero les cuesta más caro, pierden oportunidades de negocio y no reciben intereses por sus ahorros.

Cuadro 3

México: acceso al sistema financiero por costos y nivel de ingresos (pesos)				
Percentil <sup>a</sup>	Cuentas de cheques		Cuentas de ahorro	Cuentas de ahorro para menores de edad
	Con interés	Sin interés		
Compatibilidad del depósito mínimo con el ingreso				
	8 705	3 077	800	388
25	No	No	Si	Si
50	No	No	Si	Si
75	No	Si	Si	Si
100	Si	Si	Si	Si
Compatibilidad del saldo mínimo con el ingreso				
	7391	2667	900	288
25	No	No	Si	Si
50	No	Si	Si	Si
75	No	Si	Si	Si
100	Si	Si	Si	Si
Los cargos mensuales no deben exceder 1% del ingreso mensual				
	18.6	16.6	6.0	2.6
25	No	Si	Si	Si
50	Si	Si	Si	Si
75	Si	Si	Si	Si
100	Si	Si	Si	Si
1. Ingresos por percentil: 25= 1547; 50=2380; 75=3703, y 100=11619				

Fuente: Ruiz Durán, Clemente. 2004

### Formas alternativas de ahorro y financiamiento

Se calcula que el 80% de los mexicanos no tiene acceso al sistema financiero formal, (Valdez, 2004), y en el mercado nacional existen otras opciones de financiamiento (ver cuadro 4), entre ellas, las microfinanzas y el sector de ahorro y crédito popular (SACP).

Las microfinanzas consisten en la prestación de servicios financieros en pequeña escala, como ahorro, crédito, seguros y remesas, sobre todo para clientes de bajos ingresos.

El sector de microfinanzas se compone de diversos actores, entre los cuales se encuentran las asociaciones financieras, así como programas gubernamentales, donantes, inversionistas y usuarios.



Entre las asociaciones financieras figuran las uniones de crédito, las sociedades de ahorro y préstamo, las sociedades cooperativas, las cajas solidarias, las cajas populares, las sociedades financieras de objeto limitado, programas gubernamentales y organizaciones no gubernamentales generales y especializadas.

Cuadro 4

Alternativas de ahorro y crédito de los desbancarizados			
Fuentes de Crédito en México %		Instrumentos de ahorro de los desbancarizados en México %	
Tiendas comerciales	46.9	Tandas	41
Amigos	12.2	Ahorro en la casa	28
Gobierno	4.1	Cajas de ahorro	18
Caja de ahorro	4.1	Recursos prestados a particulares con intereses	10
Unión de crédito	2.0	Otras opciones	2
Fondo de Trabajadores	2.0	Recursos prestados a particulares sin intereses	1
Sociedades de ahorro y préstamo	2.0	Caja solidaria	1
Organizaciones no gubernamentales	2.0	Fondo de empleados	
Banco comercial		Total	100
Prestamista			
Familiares			
Compañía hipotecaria			
Compañía financiera			
Otro	24.5		

Fuente: Ruiz Durán, Clemente. 2004

### *Mercado de Capitales*

El mercado de capitales del país muestra un bajo desarrollo. La actividad de la Bolsa Mexicana de Valores está altamente concentrada en unas cuantas empresas, entre las que destacan Telmex, Cemex, Alfa, G Carso, FEMSA, Walmex, Televisa, Bimbo, Vitro, Desc.

## Capítulo 4

### Índice de vulnerabilidad financiera para México

Debido a la multiplicación de crisis financieras que se han presentado en los últimos años, principalmente a partir de los procesos de liberalización financiera, se hace necesario entender por qué el sector financiero se ha vuelto proclive a estas crisis, qué es lo que le imprime fragilidad y vulnerabilidad.

Siguiendo el trabajo de Hawkins (2003) la autora señala que la apertura y liberalización financiera vuelve a una economía vulnerable<sup>18</sup> (tanto a los flujos financieros como a los flujos comerciales). A partir de esto Hawkins construye un índice de vulnerabilidad financiera el cual usaremos en este trabajo con el fin de conocer qué tan vulnerable es nuestro país en comparación con otros.

Hawkins (2003), se basa en el planteamiento hecho por Keynes<sup>19</sup> sobre el vínculo existente entre el dinero y el empleo, y la tesis de que la existencia de dinero crea la posibilidad de desempleo en un ambiente con incertidumbre. Desde la perspectiva de Keynes la existencia de activos líquidos en un mundo con incertidumbre crea la posibilidad de un desempleo extenso y general. La incertidumbre da al dinero y el acceso a él un papel crucial para la comprensión de por qué las economías no logran la plena utilización de sus recursos. La preferencia por la liquidez, o la tendencia a mantener activos líquidos y las percepciones sobre la liquidez dentro de una economía tienen influencia sobre las decisiones de producción y de empleo. Hawkins estudia las implicaciones de la preferencia por la liquidez para las economías abiertas, particularmente en lo referente a la cuenta financiera y a la balanza de pagos. Considera que el dinero y la preferencia por la liquidez actúan algunas veces como una tendencia restrictiva sobre el crecimiento económico. Esta tendencia restrictiva puede ser vista a través de algunos tipos de limitaciones (financieras) tales como la exclusión, vulnerabilidad y fragilidad (las cuales fueron definidas en el capítulo 2).

El análisis de la cuenta financiera y de las variables como la inversión de portafolio, la deuda externa y la volatilidad del tipo cambio proporcionan una visión de la preferencia por la liquidez internacional y cómo ésta tiende a restringir a la economía vulnerable.

<sup>18</sup> En una economía vulnerable la preferencia por la liquidez tiende a restringir el proceso de ajuste del ingreso.

<sup>19</sup> En la Teoría General de la Ocupación, el interés y el Dinero (1936)

#### 4.1 Vulnerabilidad de las economías abiertas

Algunas de las características de las economías abiertas son su exposición a los flujos de comercio y a los flujos financieros. Particularmente entre las economías en desarrollo, abiertas a los flujos internacionales, las tendencias restrictivas que incrementan la probabilidad de desempleo son mayores y Hawkins las considera como economías vulnerables.

El término apertura es usado para referirse al grado de integración económica y de exposición de una economía (estos conceptos se explicarán con mayor detalle más adelante) a los flujos financieros y de comercio, en función de las características del país.

##### *Consecuencias de la apertura a los flujos comerciales*

En una economía vulnerable, la apertura trae con ella oportunidades y restricciones. Por ejemplo, las exportaciones incrementan la demanda de productos nacionales y estimulan el ingreso y el empleo y la importación de bienes de capital puede hacer que se lleven a cabo proyectos de inversión que antes no eran posibles. Sin embargo, con la mayor exposición del sector externo la economía se torna más vulnerable a los shocks externos y a la retirada potencial de la participación del sector externo en la economía. Aun cuando la entrada de capital proporciona un estímulo a la inversión, estos flujos de capital pueden salir inesperadamente de la economía, impactado negativamente al sector real. De hecho, el incremento de la integración económica y de la exposición comercial puede producir resultados que no necesariamente son benéficos para el empleo.

##### *Vulnerabilidad económica y flujos financieros*

La vulnerabilidad de una economía puede incrementarse de acuerdo a las variaciones en los flujos de capital que ingresan y salen de una economía. Un cambio en las condiciones internacionales puede estimular la salida de capital o reducir la entrada de este. Esto puede tener consecuencias negativas para los países que esperaban recibir dichos flujos de capital. Las economías importadoras de capital son vulnerables ya que permanecen sujetas a las condiciones internacionales, y a las expectativas que tengan los inversionistas sobre el crecimiento del país. La

dependencia de la economía vulnerable de la entrada de capital para hacer posible la inversión hace que el nivel de ingreso y empleo del país dependan del acceso al crédito internacional.

Una economía es más vulnerable cuando los flujos de capital que recibe son de corto plazo, ya que este tipo de capital por lo regular es capital especulativo. Un ejemplo de esto es la inversión en portafolios que es inversión de corto plazo en busca de ganancias especulativas. Sin embargo el capital que llega a un país también puede dedicarse a la inversión productiva como es el caso de la inversión extranjera directa.

La vulnerabilidad de una economía a la salida de capitales se encuentra estrechamente relacionada con el comportamiento de la tasa de interés y del tipo de cambio. La volatilidad del tipo de cambio afecta los costos de los bienes importados y las ganancias anticipadas de la exportación de bienes finales. Las expectativas de volatilidad en el tipo de cambio pueden hacer que algunos proyectos de inversión no se realicen y además, en países como México tiene un fuerte impacto sobre el nivel de precios. Desde esta perspectiva, la apertura incrementa potencialmente la inestabilidad, y actúa contra la inversión productiva y el pleno empleo.

Cuando los cambios inesperados en variables como la tasa de interés o el tipo de cambio producen salidas de capital, estos son acompañados por una caída en los valores nominales de los activos nacionales y pueden aumentar la fragilidad del sistema bancario, además de generar dudas sobre la solvencia de la economía. La salida de capital puede hacer que la economía no cumpla con sus compromisos y como consecuencia sea excluida del financiamiento internacional.

La exposición de un país a préstamos extranjeros incrementa la probabilidad de que esté sujeto al retiro del crédito de acuerdo con las percepciones del mercado. Cambios en las percepciones y preferencia por la liquidez de los inversionistas mundiales pueden explicar cómo los países son afectados por el contagio. Cambios externos, tales como un incremento en las tasas de interés de los países industriales pueden impulsar un súbito retiro del crédito a las economías en desarrollo.

## 4.2 Apertura económica y vulnerabilidad financiera

Como se mencionó anteriormente la vulnerabilidad financiera es un estado de restricción relacionado con las consecuencias de un retiro súbito del crédito externo, que afecta a diferentes grupos de deudores tanto en el contexto nacional como en el internacional.

Para conocer el grado de apertura de una país se puede recurrir a una medida que Hawkins (2003) define como "exposición financiera". El término "apertura" se usa para hacer referencia a los conceptos de integración con la economía mundial y exposición del sector externo.

Con el fin de conocer qué tan expuesto está un país a los flujos financieros se analiza principalmente la cuenta financiera de la Balanza de pagos. Una manera de identificar a economías vulnerables, es con base en su exposición a los flujos financieros. Para ponderar dicha exposición se construye un Índice de vulnerabilidad financiera.

### *Medidas de apertura económica*

La exposición se relaciona con la importancia de los flujos extranjeros dentro de una economía y la integración se refiere al grado en el que los flujos pueden cruzar libremente las barreras internacionales.

La apertura puede ser medida por el tamaño de los flujos de comercio con respecto al PIB y por la importancia y peso de los flujos financieros externos y el control que existe sobre los mismos. De esta forma las economías pueden ser clasificadas como abiertas sobre la base de su exposición a los flujos financieros internacionales (ver cuadro 5). La apertura financiera pondera el peso de los pagos por el servicio del capital y la importancia que tiene en el sector financiero nacional.

Ya que hay una fuerte relación entre la vulnerabilidad financiera y el grado de exposición, éste puede usarse para medir la vulnerabilidad potencial de una economía al retiro súbito y masivo del crédito internacional. Por lo tanto nos enfocaremos al estudio de la vulnerabilidad que surge como resultado del peso que tienen los flujos financieros en las economías. (ver Hawkins, 2003).

**Cuadro 5.**  
**Medidas de apertura económica**

<b>Definición de Apertura</b>	<b>Medidas de Integración (Orientación Política)</b>	<b>Medidas de Exposición o Riesgo (Importancia del sector externo)</b>
Cuenta Corriente	Orientación de Política de Comercio <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nivel de aranceles</li> <li>• Incidencia de aranceles</li> <li>• Distorsión de precios</li> </ul>	Importancia del sector externo <ul style="list-style-type: none"> <li>• Exportaciones y/o importaciones como proporción del PIB (razón de intensidad de comercio)</li> </ul>
Cuenta Financiera (antes Cuenta de Capital)	Orientación de la Cuenta Financiera <ul style="list-style-type: none"> <li>• Controles de tipo de cambio</li> <li>• Paridad de tasas de interés</li> <li>• Correlación ahorro - inversión</li> </ul>	Importancia de los flujos financieros <ul style="list-style-type: none"> <li>• Flujos de la cuenta financiera como proporción del PIB</li> <li>• Entrada de capital extranjero</li> <li>• Actividad externa en la Bolsa de Valores</li> </ul>

Fuente: Hawkins, Penelope.

### 4.3 Construcción del índice de vulnerabilidad financiera

Hawkins (2003) plantea una medida compuesta para la exposición financiera que refleja la vulnerabilidad de las pequeñas economías a un retiro del crédito externo.

Esta medida de apertura financiera debe reflejar la dependencia y vulnerabilidad asociadas con la exposición de la cuenta financiera<sup>20</sup>. Para formular el índice de vulnerabilidad financiera ésta autora sugiere 10 variables, con las que se obtiene un indicador de la apertura financiera de los países. Estas variables son:

#### 1. Saldo Neto Comercial<sup>21</sup>.

Es la razón de importaciones menos exportaciones de bienes y servicios entre PIB. Esta medida es usada para capturar el peso del comercio exterior en la economía en cuestión.

$$SNC = \frac{\text{Importaciones (ByS)} - \text{Exportaciones (ByS)}}{\text{PIB}}$$

Un valor positivo nos sugiere que el país tiene acceso a los flujos de recursos extranjeros, con importaciones mayores que las exportaciones. Valores negativos sugieren un superávit en exportaciones.

#### 2. Cuenta Financiera como Porcentaje del PIB

La cuenta financiera o de capital representa el valor de las transacciones de capital dentro de la Balanza de Pagos.

$$\text{Cuenta Financiera} = \frac{\text{Inversión Neta Directa} + \text{Inversión Neta de Portafolio} + \text{Otras Inversiones}}{\text{PIB}} = \frac{\sum I}{\text{PIB}}$$

<sup>20</sup> La dependencia y la vulnerabilidad se encuentran estrechamente relacionadas con la composición de los flujos de capital externos (préstamos bancarios o IED) tanto públicos como privados. La dependencia puede definirse como el grado de dependencia de los países sobre los recursos financieros mundiales; y la vulnerabilidad como el grado en el que los eventos externos pueden alterar o dañar la economía.

<sup>21</sup> Este indicador es definido por Hawkins como Transferencia Neta de Recursos

### 3. Flujos netos de IED como porcentaje de la Formación Bruta de Capital (ó Inversión Fija Bruta).

La inversión fija bruta mide el valor total de las adquisiciones de activos fijos tangibles e intangibles, obtenidos como resultado de procesos de producción, que son efectuados por el productor durante el periodo contable, quien los puede utilizar repetidamente en otros procesos de producción, durante más de un año.

Dentro de ellos se consideran: edificios, instalaciones y estructuras no residenciales; maquinaria y equipo; equipo de transporte; software y programas de informática, comprados o producidos por cuenta propia y que se usarán por más de un año; originales literarios y otros activos fijos tangibles e intangibles. (INEGI)

La IED es vista generalmente como un factor estabilizador para una economía abierta expuesta a la volatilidad de los flujos de capital. La inversión extranjera implica por sí misma, la entrada de divisas al país y revierte en alguna medida, la restricción de financiamiento externo. El efecto contrario se presenta en el caso de una drástica salida de los flujos de inversión, que genera problemas de carácter macroeconómico en la región receptora.

La IED se define como una inversión que implica una relación a largo plazo y refleja un interés permanente y un control por parte de una entidad residente en un país (el inversor extranjero directo o empresa matriz) de una empresa residente en un país distinto del país del inversor extranjero directo (empresa IED, o empresa filial o filial extranjera). La inversión extranjera directa implica un grado importante de influencia por parte del inversor en la gestión de la empresa residente en el otro país. (UNCTAD)

$$\text{Flujos netos de IED como \% de la FBK} = \frac{IED_f}{FBK}$$

Los flujos netos de IED son las entradas menos las salidas de IED. Según la definición dada por la UNCTAD las entradas de IED en el país son aquellas que incluyen el capital suministrado (bien directamente o por conducto de otras empresas afines) por un inversor extranjero directo a una empresa residente en el país. Las salidas de IED en el país incluyen el capital suministrado (directamente o a través de otras empresas afines) por una empresa residente en ese país (inversor extranjero directo) a una empresa residente en otro país (empresa IED).



## 4. Stock de IED interna como porcentaje del PIB

$$\text{Stock de IED como \% de PIB} = \frac{IED_s}{PIB}$$

Según la UNCTAD el stock de IED es el valor de la participación en el capital y las reservas (incluidos los beneficios no distribuidos) correspondientes a la empresa matriz, más la deuda neta de las filiales con la empresa matriz.

5. Posición externa con respecto a los reportes bancarios: depósitos como una proporción de los pasivos (BIS)
6. Créditos del banco internacional: créditos de corto plazo como porcentaje del total de los créditos bancarios totales
7. Inversión neta de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital
8. Deuda de corto plazo como porcentaje del total de la deuda externa
9. Costo total de importaciones: reservas brutas internacionales como porcentaje del valor promedio mensual de importaciones de bienes y servicios.
10. Episodios de volatilidad del tipo de cambio<sup>22</sup>

De estas 10 variables no todas se incluyen en el índice de vulnerabilidad financiera debido a que no todos los datos necesarios para la construcción de estas variables están disponibles para todos los países seleccionados en el periodo de estudio (1980-2003).

Los años de estudio se han subdividido en tres subperiodos 1980-1985, 1986-1994 y 1995-2003 con el fin de evaluar las consecuencias de la apertura económica así como la apertura y desregulación del sector financiero. Por ejemplo, entre 1980 y 1985 entre las economías en

<sup>22</sup> Este indicador se calcula comparando trimestres sucesivos usando promedios trimestrales del mercado cambiario. Un trimestre será considerado volátil si el valor de la moneda varía 10% o más con respecto al dólar de un trimestre a otro.

desarrollo el comercio externo y el sector financiero no se encontraban muy abiertos, de hecho se puede decir que en este periodo los mercados financieros nacionales se enfrentaban con lo que se conoce como "represión financiera". Fue a partir de 1985 que comienzan las reformas para desregular y liberalizar los mercados financieros y comerciales.

Para la construcción del índice los países seleccionados fueron Argentina, Brasil, Corea, Estados Unidos y México. Los tres primeros países se eligieron porque tienen características similares a las de México en cuanto a desarrollo y niveles de ingreso. Se eligió también a Estados Unidos por ser un país desarrollado que se considera poco vulnerable a los flujos financieros en comparación con los países en desarrollo.

Las variables utilizadas por Hawkins en la construcción del índice fueron sólo cuatro de las diez mencionadas con anterioridad: la cuenta financiera como porcentaje del PIB, la inversión neta de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital (FBK), la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total y los episodios de volatilidad del tipo de cambio.

Para construir el índice de vulnerabilidad financiera se identifican los valores máximos y mínimos para cada una de las variables elegidas y se establece el rango de la variable. Las observaciones de cada país son clasificadas dentro de este rango restando del valor de cada país el valor mínimo y expresando la diferencia relativa con respecto al rango. Este método produce un valor entre 0 y 1 para cada observación. Un valor de cero nos indica países muy cerrados y un valor de uno nos indicará economías abiertas (financieramente).

Esto puede expresarse como:

$$\text{Categoría del País}_x = \frac{\text{Valor del País}_x - \text{Valor Mínimo}}{\text{Rango}} = \frac{\text{Valor del País}_x - \text{Valor Mínimo}}{\text{Valor máximo} - \text{Valor mínimo}}$$

Los países son comparados mediante promedios de datos anuales en los periodos de estudio. Los datos usados para la construcción del índice aparecen en los cuadros de las siguientes páginas. Para cada una de las variables se hace una clasificación, del lugar que ocupan los países, asignando un valor de 1 a 5 del más vulnerable al menos vulnerable.

### *Cuenta financiera como porcentaje del PIB*

La cuenta financiera se refiere a la suma de IED, inversión de portafolio y otras inversiones, es decir, muestra las entradas de recursos privados al país, ya sea para realizar inversiones productivas o accionarias. Si los valores promedio de esta razón son positivos indica un superávit en la cuenta de capital y por lo tanto una entrada de capitales al país, en cambio si los valores son negativos, se registrará un déficit en la cuenta de capital lo que indica salidas de capital de la economía (ver grafica 5).

Durante 1980-1985 los países que registran una mayor entrada capitales son Corea y Argentina, esto se refleja en la cuenta financiera como porcentaje del PIB cuya proporción fue en promedio 4.81% y 3.20% del PIB respectivamente. En el período 1986-1994 los países con una mayor proporción de transacciones de capital con respecto al PIB son México con un 3.1% y Estados Unidos con un 0.27%. El valor más cercano a cero registrado en Estados Unidos indica que la cuenta financiera de este país se encuentra en equilibrio. En el período 1996-2003 esta razón fue mayor para Argentina y México con un 6.18% y 3.24% respectivamente. Hay que señalar que entre 1986 y 1993 México fue uno de los países que registró mayores entradas de capital en comparación con los otros países incluidos en el Índice de Vulnerabilidad Financiera (ver cuadro 6).

Se puede decir comportamiento de este indicador estuvo muy determinado, en el caso de los países de América Latina, por la crisis de la deuda. Ésta marcó el comienzo del declive de la financiación externa en los países periféricos. (Talavera, 2003) Como consecuencia de la crisis de la deuda, la financiación externa de los países periféricos sufrió importantes cambios, tanto en la estructura como en los flujos financieros. Estos cambios pueden sintetizarse en:

- Contracción del financiamiento externo. Esta reducción fue acompañada del pago de altos tipos de interés que provocaron flujos negativos en muchos países deudores.
- Contracción del financiamiento privado (principalmente préstamos bancarios). La década de los ochenta fue la de menos presencia de IED para los países en desarrollo, en cambio, Estados Unidos se convirtió en éste período en el principal receptor de IED. Entre los países en desarrollo las entradas de IED comienzan a recuperarse a partir de 1987.
- Un crecimiento relativo de la financiación oficial al desarrollo

En la década de los ochenta la cuenta financiera como porcentaje del PIB de todos los países analizados, excepto Estados Unidos, registra un déficit en algunos años, este puede ser atribuido a las expectativas de los inversionistas sobre la solvencia del país después de crisis de la deuda de 1982. Brasil y Argentina tienen un déficit de la cuenta de capital como porcentaje del PIB en todos los años comprendidos entre 1983 a 1991. Corea también tiene un déficit anual en esta cuenta entre 1986-1989. Para el caso específico de México la cuenta financiera como porcentaje del PIB registra déficit en los años de 1983, 1987 y 1988 y se recupera en los periodos posteriores. Esta evidencia sugiere que ante las crisis que enfrentó México a partir de 1982 hubo una gran salida de capitales pues las expectativas de los inversionistas se volvieron desfavorables aumentando así la vulnerabilidad del país.

En la década de los noventa la transferencia de capitales hacia los países en desarrollo fue positiva en la mayor parte del periodo. Los flujos de capitales hacia América Latina se concentraron principalmente en Brasil y México. La mayor parte de estos flujos fue de corto plazo y se dirigió al mercado de capitales más que al sistema bancario. (Talavera, 2003)

La cuenta de capital como proporción del PIB en la década de los noventa registra saldos positivos para Brasil y Argentina (excepto en los años 1990 y 1991).

México también registra saldos positivos de la cuenta financiera como porcentaje del PIB en este periodo; pero, la crisis de 1994 supuso una ruptura con la evolución anterior. Esta crisis tuvo como consecuencia una fuerte devaluación del peso la cual generó una gran salida de capitales de corto plazo debido al pánico financiero. Además se propagó a todos los países de la región y en especial a Argentina.

Después de la crisis de México hay una recuperación de la entrada de capitales a Argentina Brasil y México, pero, esta recuperación se vio interrumpida de nuevo por la crisis de Brasil<sup>23</sup> a comienzos de 1999. De hecho, Argentina y Brasil tienen déficit en la cuenta financiera como porcentaje del PIB en 2002 y 2003. México también muestra una reducción en esta proporción entre 2000 y 2003, pero sin llegar a un déficit.

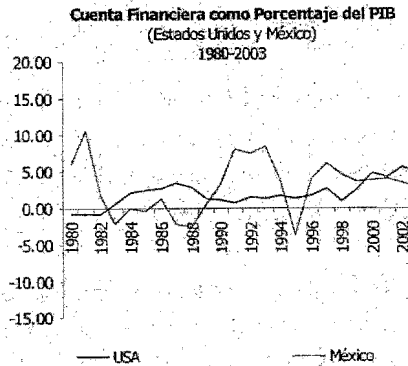
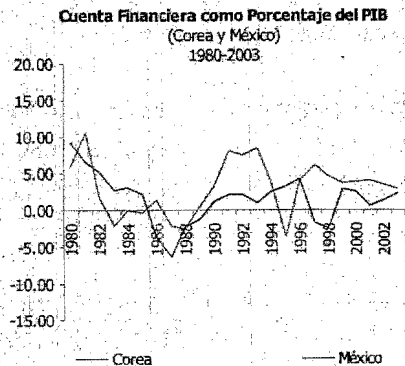
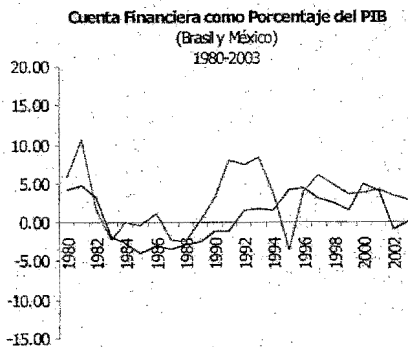
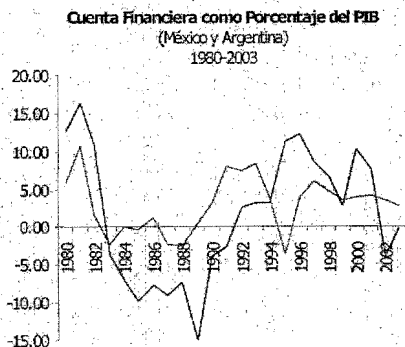
Corea registra un déficit en la cuenta financiera como porcentaje del PIB en el periodo 1986-1989 y en 1997 y 1998. El déficit de éstos dos últimos años se puede atribuir como en el caso de México

<sup>23</sup> Esta crisis fue contagiada por la crisis financiera Asiática.

al cambio en las expectativas de los inversionistas debido a la crisis del Sudeste Asiático. A partir de 2000 Corea muestra superávit en esta cuenta.

Estados Unidos registró superávit en la cuenta financiera como porcentaje del PIB en la mayor parte del período, de hecho, esta proporción ha tendido a incrementarse entre 2000 y 2003.

Grafica 5  
Cuenta financiera como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del

**Cuadro 6**  
**Cuenta financiera como porcentaje del PIB e inversión neta de**  
**portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital**

Cuenta Financiera como				Inversión de Portafolio como			
País	% del PIB	Desviación	Clasificación	País	% de la FBK	Desviación	Clasificación
<i>Periodo 1980-1985</i>				<i>Periodo 1980-1985</i>			
Argentina	3.20	0.6140	2	Argentina	4.03	1.0000	1
Brasil	0.63	0.0000	5	Brasil	-0.50	0.0000	5
Corea	4.81	1.0000	1	Corea	1.41	0.4217	2
EUA	2.82	0.5227	3	EUA	1.12	0.3579	3
México	2.63	0.4768	4	México	-0.45	0.0101	4
<i>Periodo 1986-1994</i>				<i>Periodo 1986-1994</i>			
Argentina	-4.04	0.0000	4	Argentina	12.82	1.0000	1
Brasil	-1.03	0.4213	3	Brasil	8.14	0.1407	2
Corea	-4.04	0.0000	4	Corea	12.82	1.0000	1
EUA	0.27	0.6036	2	EUA	7.37	0.6000	4
México	3.10	1.0000	1	México	7.89	0.0963	3
<i>Periodo 1995-2003</i>				<i>Periodo 1995-2003</i>			
Argentina	6.18	1.0000	1	Argentina	-9.07	0.0000	5
Brasil	2.63	0.2464	3	Brasil	3.04	0.7199	3
Corea	1.46	0.0000	5	Corea	7.75	1.0000	1
EUA	1.62	0.0342	4	EUA	4.09	0.7825	2
México	3.24	0.3758	2	México	2.64	0.6962	4

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

*Inversión neta de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital*

La inversión de portafolio muestra cómo los inversionistas de portafolio tienen perspectivas de más corto plazo y son más impacientes que los inversionistas en inversión fija. (Hawkins, 2003). Además cualquier desequilibrio en una economía puede motivar la salida de capitales ya que el riesgo de las inversiones se incrementa.

Un valor alto de inversión de portafolio como proporción de la formación bruta de capital proporciona información acerca de qué tan expuesto puede estar un país a los flujos de inversión de corto plazo. Si comparamos este indicador en México y en los otros países seleccionados, nos encontramos con que entre 1980 y 1985 los países más expuestos a los flujos financieros de corto plazo fueron Argentina y Estados Unidos, en cambio Brasil y México tuvieron un porcentaje negativo. En estas tres últimas economías una proporción negativa de este indicador indica que en

este periodo los países regulaban la entrada de capital accionario extranjero, restringiendo su participación en sus mercados locales (ver grafica y cuadro 6).

México tiene en el periodo de 1986-1994 la más alta proporción de inversión de este tipo, en comparación con el periodo 1980-1985 (en donde esta proporción fue negativa) y con el periodo 1995-2003. Esta proporción paso de un nivel negativo previo a un promedio anual de 7.89% entre 1986 y 1994 para descender a un promedio anual de 2.64% entre 1995 y 2003. La alta proporción de inversión de portafolio entre 1986-1994 es un indicador de las elevadas ganancias que se obtenían en el mercado accionario, principalmente por la apertura de esta cuenta ocurrida a partir de 1989. Sin embargo, al abrirse la economía se vuelve más vulnerable ya que este tipo de inversión reacciona rápidamente a cambios en las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la economía. De esta forma, cuando se presenta la crisis de 1994 hay también una gran salida de capitales de corto plazo, que se refleja en que para 1995 este porcentaje alcanza un valor negativo (-18.30). Después de 1996 hay una recuperación en la inversión de portafolio dentro del país, aunque no tan grande como en los años previos. El peso de este indicador dentro del conjunto de índices utilizados para medir la vulnerabilidad se reduce después de 1994, representando en 2003 el 3.19% del PIB.

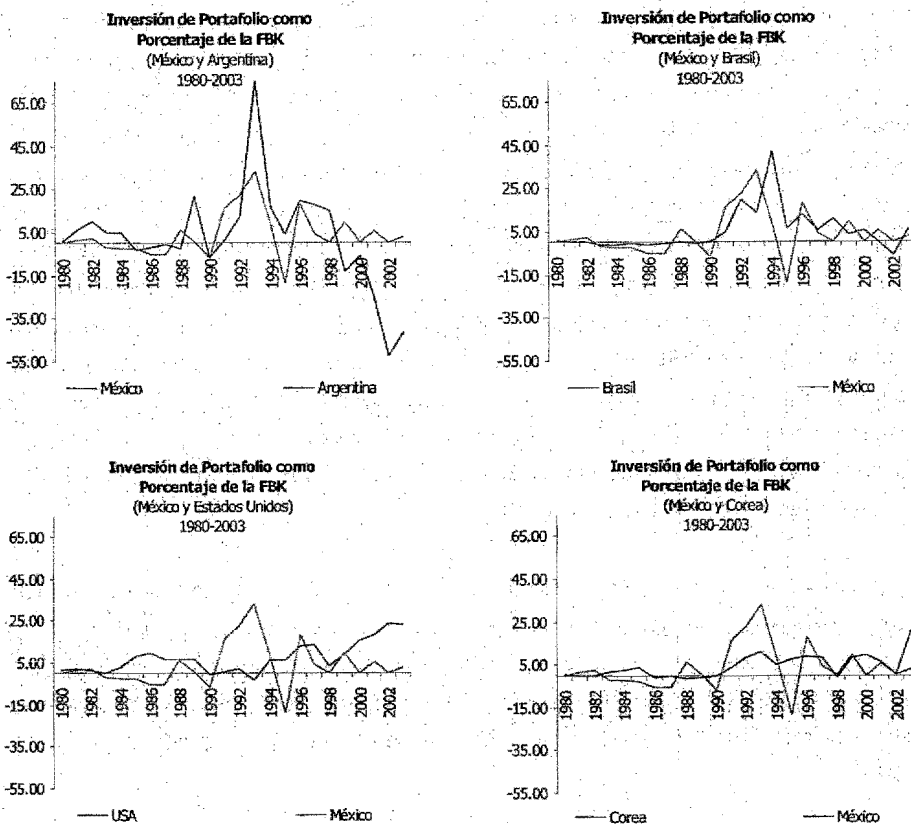
Entre 1990 y 1994 en Brasil también aumenta la inversión de portafolio como porcentaje del PIB, pero a partir de 1995 se registra una reducción en ésta. La salida de inversión de portafolio de Brasil puede asociarse con los efectos de la crisis mexicana de 1994 sobre este país. Argentina también es afectada por la crisis de 1994 ya que hay una reducción en la inversión de portafolio, la cual se recupera entre 1996 y 1998 para volver a caer en 1999 a raíz de los efectos de la crisis asiática.

En Corea entre 1986 y 1994 la inversión de portafolio como proporción de la formación bruta de capital alcanza un elevado nivel (12.82), similar a la de Argentina en ese periodo. Ello coincide con la apertura financiera coreana que inicia en 1991.

En Estados Unidos la inversión de portafolio como proporción de la formación bruta de capital (salvo el año de la crisis asiática, es decir 1997) desde 1994 registra una tendencia al alza hasta alcanzar en 2003 un nivel de 23.31%.

Grafica 6

**Inversión neta de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

*Deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total*

Los créditos de corto plazo se refieren a los créditos de un año o menos. Este tipo de crédito eleva el riesgo de los países ante cambios abruptos en las expectativas de los agentes, ya que, puede que no se concedan nuevos préstamos cuando se requiere renovar un crédito. Por esta razón este indicador puede dar alguna idea del riesgo de contagio. (Hawkins, 2003) Los datos para construir este indicador para el periodo 1980-2003 sólo estaban disponibles para Argentina, Brasil y México.



El promedio de deuda de corto plazo como proporción de la deuda externa total para México es mayor para el periodo 1980-1985, cuando significó el 18.98%, que en los periodos 1986-1994 y 1995-2003 en los que representó 15.65% y 14.19% respectivamente.

El promedio de deuda de corto plazo como proporción de la deuda externa total en Argentina para los tres periodos estudiados es 27.82%, 13.50% y 18.42%, respectivamente. En el caso de Brasil esta proporción representa 15.09% entre 1980 y 1985, 16.39% entre 1986 y 1994 y 13.91% entre 1995 y 2003.

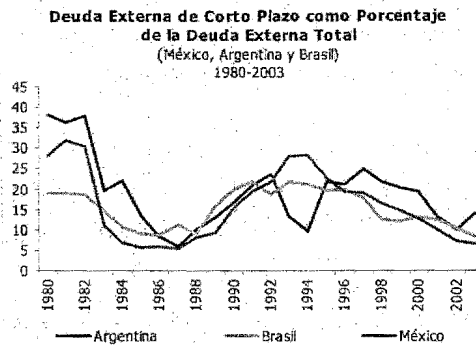
Si analizamos las variaciones de la deuda externa (como porcentaje del PIB) año con año, encontramos que entre 1980 y 1985 hay disminución en la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total en los tres países (ver grafica 7). La crisis de la deuda de 1982<sup>24</sup> hizo que las expectativas sobre estos países se volvieran negativas por lo se restringió su acceso al financiamiento internacional. Se predice que en este periodo Argentina, Brasil y México fueron altamente vulnerable y de hecho fueron excluidos de los mercados financieros internacionales.

En 1987 a partir de el *Plan Baker* se consideró imprescindible, tanto por los organismos financieros internacionales como por la banca privada internacional, aumentar la financiación externa a los países endeudados y que dicho proceso de acceso a la financiación debía ser condicionado a un proceso de ajuste estructural de las economías deudoras. Una de las reformas estructurales más importantes consistía en una mayor liberalización comercial y financiera, (Talavera, 2003)

Ante escaso éxito del *Plan Baker*, en 1989 surge el *Plan Brady*, el cual propuso crear mecanismos para reducir la deuda y su servicio en condiciones más viables para los países altamente endeudados.

<sup>24</sup> Desde el inicio de la crisis de la deuda, la renegociación se planteó como ineludible. Las instituciones financieras acreedoras y los principales países centrales forzaron dicha renegociación ante las enormes dificultades de los países deudores para hacer frente a sus obligaciones financieras, evitando de ese modo, el colapso del sistema financiero internacional. Al considerar los países acreedores que la crisis de la deuda era un problema de liquidez y no de solvencia, apremiaron a los países deudores a aplicar planes de ajuste que tenían como objetivo, entre otros, el de liberalizar divisas para pagar el servicio de la deuda, a través de alcanzar rápidos superávits comerciales. (Talavera, 2003)

Grafica 7



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

Después de la crisis de 1982 hay una reducción de la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total en Argentina, Brasil y México debido a que fueron excluidos del financiamiento internacional. Estos países que eran receptores de recursos antes de la crisis de 1982 se convirtieron en proveedores de recursos al exterior debido los pagos de la deuda. El ajuste se centró en una drástica reducción de las importaciones de insumos intermedios y maquinarias para así generar un superávit comercial para solventar los pagos de la deuda lo que generó una disminución del consumo y un aumento del desempleo. (Talavera, 2003) Es hasta fines de la década de los ochenta que estas economías tienen de nuevo acceso al crédito internacional (ver cuadro 7).

En la década de los noventa en Argentina, Brasil y México hay un crecimiento de la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total, lo que indica una mejora relativa en las expectativas de las instituciones financieras internacionales sobre estos países, aunque siguieron siendo vulnerables ya que el financiamiento fue por lo regular de corto plazo.

En México, entre 1990 y 1998 la deuda externa de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total alcanzó montos considerables, por ejemplo en 1993 y 1994 aumentó a 28% de la deuda externa total, todo ello tuvo como consecuencia la crisis de 1994. Ya para 1995-2003 está razón disminuyó y a finales del período (2003) la deuda de corto plazo representó el 7% de la deuda externa total.

**Cuadro 7**  
**Deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda**  
**externa total y Episodios de volatilidad del tipo de cambio**

Deuda Externa de corto Plazo como % de				Número de Episodios de volatilidad			
País	la Duda Externa Total	Desviación	Clasificación	País	del Tipo de Cambio	Desviación	Clasificación
<i>Periodo 1980-1985</i>				<i>Periodo 1980-1985</i>			
Argentina	27.82	1.0000	1	Argentina	19	0.8636	2
Brasil	15.09	0.0000	3	Brasil	22	1.0000	1
EUA	n.a.	n.a.	n.a.	EUA	0	0.0000	4
Corea	n.a.	n.a.	n.a.	Corea	0	0.0000	4
México	18.98	0.3060	2	México	6	0.2727	3
<i>Periodo 1986-1994</i>				<i>Periodo 1986-1994</i>			
Argentina	13.50	0.0000	3	Argentina	19	0.5938	2
Brasil	16.39	1.0000	1	Brasil	32	1.0000	1
EUA	n.a.	n.a.	n.a.	EUA	0	0.0000	4
Corea	n.a.	n.a.	n.a.	Corea	0	0.0000	4
México	15.65	0.7464	2	México	10	0.3125	3
<i>Periodo 1995-2003</i>				<i>Periodo 1995-2003</i>			
Argentina	18.42	1.0000	1	EUA	5	1.0000	1
Brasil	13.91	0.0000	3	Brasil	5	1.0000	1
EUA	n.a.	n.a.	n.a.	EUA	0	0.0000	4
Corea	n.a.	n.a.	n.a.	Corea	3	0.3333	2
México	14.19	0.0620	2	México	2	0.0000	3

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

#### *Episodios de volatilidad del tipo de cambio*

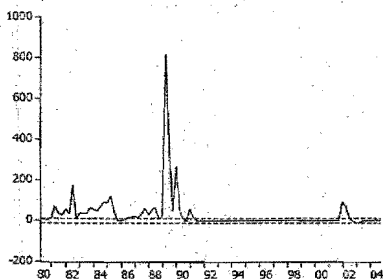
Se habla de volatilidad cuando hay variaciones importantes (a la alza o a la baja) del tipo de cambio. En este caso se consideró un episodio de volatilidad cuando la variación con respecto al periodo anterior era mayor de 10% (ver cuadro 7).

Brasil es el país que tiene más episodios de volatilidad del tipo de cambio para los tres periodos de estudio, después de el se encuentran Argentina y México. En el periodo 1980-1985 Brasil registró 22 episodios de volatilidad del tipo de cambio, Argentina registró 19 y México registro 6. Corea no presenta ningún episodio de volatilidad en este periodo.

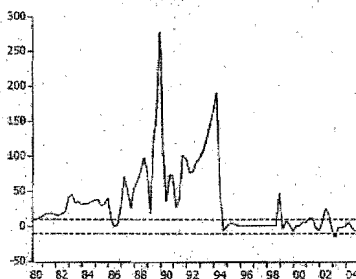
De 1985 a 1994 los episodios de volatilidad del tipo de cambio de Brasil, Argentina y México fueron 32, 19 y 10 respectivamente. Por otra parte en Corea tampoco tiene episodios de volatilidad en este periodo. Finalmente de 1995 a 2003 argentina y Brasil tienen 5 episodios de volatilidad, Corea tiene 3 y México 2.

**Grafica 8**  
**Episodios de volatilidad del tipo de cambio en Argentina, Brasil, Corea y México**

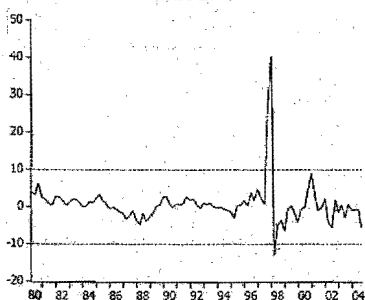
**Argentina: Episodios de Volatilidad del Tipo de Cambio 1980-2003**



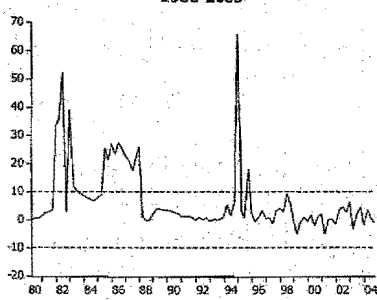
**Brasil: Episodios de Volatilidad del Tipo de Cambio 1980-2003**



**Corea: Episodios de Volatilidad del Tipo de Cambio 1980-2003**



**México: Episodios de Volatilidad del Tipo de Cambio 1980-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI

Es importante mencionar que durante el periodo de estudio (1980-2003) la mayoría de los países analizados modificaron su régimen cambiario de uno fijo a uno de libre flotación. Lo que en la mayoría de los casos ayudó a controlar la volatilidad del tipo de cambio.

En la década de los ochenta la economía Argentina tiene una alta volatilidad cambiaria, pero, a partir de 1991, cuando se instrumenta la ley de convertibilidad (paridad fija con respecto al dólar), su volatilidad se reduce. En diciembre de 2001 Argentina vuelve a enfrentar una severa crisis que afecta la estabilidad de su tipo de cambio, y abandona el mecanismo automático de ajuste de la caja de cambio.

Brasil registra una alta volatilidad en el tipo de cambio entre 1980 y 1994, periodo en el cual tuvo un régimen de tipo de cambio fijo. En 1999 adopta un régimen de libre flotación, con lo cual se reduce la volatilidad del tipo de cambio. A pesar de ello este país sigue siendo altamente vulnerable a las condiciones internacionales teniendo bruscas variaciones en el tipo de cambio. La moneda brasileña resultó especialmente volátil como consecuencia de la crisis mexicana en 1995, la crisis asiática en 1997, la crisis rusa en 1998, la propia crisis brasileña hacia el final de 1998 e inicio de 1999, y, más recientemente, la crisis argentina de 2001-2002 y una nueva crisis cambiaria brasileña en 2002.

El tipo de cambio de México tiene una mayor volatilidad entre 1980 y 1995, periodo el cual tenía un régimen de tipo de cambio fijo y semi-fijo<sup>25</sup>. El régimen cambiario de libre flotación fue adoptado en México después de la devaluación de diciembre de 1994. Durante el primer año de la vigencia de este régimen, la cotización del peso frente al dólar mostró una gran inestabilidad, como resultado de un ambiente generalizado de incertidumbre macroeconómica. A partir de 1996, y al normalizarse la situación económica, dicha cotización mostró una reducción considerable en su volatilidad. (Werner, 1997)

<sup>25</sup> Entre 1977 y 1982 el régimen cambiario en México es un régimen de control de cambios total y en 1992 se adoptó una fórmula cambiaria de bandas con un piso fijo y un techo deslizante. Este último enfoque estuvo vigente hasta el 20 de diciembre de 1994.

#### 4.4 Índice de Vulnerabilidad financiera

Entre 1980 y 1985 los países que mostraron un índice más elevado de vulnerabilidad financiera fueron Argentina y Corea ocupando el primer y segundo lugar respectivamente dentro del índice. El tercer lugar lo ocupó México, el cuarto Brasil y el quinto Estados Unidos. Entre 1986 y 1994 Brasil se considera el país más vulnerable, en segundo lugar se encuentra México, en tercer lugar Argentina, en cuarto lugar Corea y en quinto Estados Unidos. Finalmente en el periodo 1995-2003 Argentina ocupa el primer lugar dentro del índice de vulnerabilidad, Brasil el segundo, Corea el tercero, México el cuarto y Estados Unidos el quinto (ver cuadro 8 y grafica 9).

Algunas de las conclusiones a las que llega Hawkins (2003), después de la construcción del índice de vulnerabilidad financiera son que los países emergentes y de ingresos medios presentan una mayor vulnerabilidad, mientras que Estados Unidos siempre registra una menor vulnerabilidad que los demás países incluidos en el índice. Los resultados de este trabajo son consistentes con los propuestos por la autora antes citada.

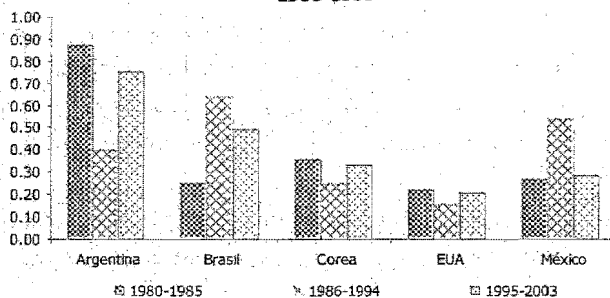
**Cuadro 8**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera**

	Cuenta Financiera como % del PIB	Inversión de Portafolio como % de la FBK	Deuda Externa de Corto Plazo como % de la Duda Externa Total	Número de Episodios de volatilidad del Tipo de Cambio	Apertura Financiera	Clasificación de Apertura financiera
<i>Periodo 1980-1985</i>						
Argentina	0.61	1.00	1.00	0.86	0.87	1
Brasil	0.00	0.00	0.00	1.00	0.25	4
Corea	1.00	0.42	0.00	0.00	0.36	2
EUA	0.52	0.36	0.00	0.00	0.22	5
México	0.48	0.01	0.31	0.27	0.27	3
<i>Periodo 1986-1994</i>						
Argentina	0.00	1.00	0.00	0.59	0.40	3
Brasil	0.42	0.14	1.00	1.00	0.64	1
Corea	0.00	1.00	0.00	0.00	0.25	4
EUA	0.60	0.00	0.00	0.00	0.15	5
México	1.00	0.10	0.75	0.31	0.54	2
<i>Periodo 1995-2003</i>						
Argentina	1.00	0.00	1.00	1.00	0.75	1
Brazil	0.25	0.72	0.00	1.00	0.49	2
Corea	0.00	1.00	0.00	0.33	0.33	3
EUA	0.03	0.78	0.00	0.00	0.20	5
México	0.38	0.70	0.06	0.00	0.28	4

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

Grafica 9

**Índice de Vulnerabilidad Financiera  
1980-1985**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM.

En México el nivel más elevado de vulnerabilidad financiera se alcanzó entre 1986 y 1994. En el periodo 1995-2003 la exposición a los flujos financieros de México se redujo debido a la disminución de la inversión de portafolio que, como porcentaje del PIB, pasó de 7.89% entre 1986-1994 a 2.64% entre 1995-2003. También hubo una reducción en la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total, que de un promedio de 18.98% entre 1980-1985 se redujo a 14.19% entre 1995-2003.

Otro factor que ha contribuido a reducir el índice de vulnerabilidad del sistema financiero mexicano entre 1995-2003 es el aumento en la IED al país, ya que este tipo de inversión es menos volátil. Los flujos netos de IED como porcentaje del PIB se incrementaron de un promedio de 5.67% entre 1986-1994 a un promedio de 12.55% entre 1995-2003. Además, los stocks de IED también han crecido, de 5.19% entre 1980-1985 a 19.09% entre 1995-2003. El aumento de la IED en el país explica el crecimiento de la cuenta financiera como porcentaje del PIB en los últimos años, que se elevó entre de 2.63% a 3.24% entre 1995-2003.

Por otra parte, si comparamos el indicador de apertura financiera con el de apertura comercial de México, en el periodo 1980-2003, encontramos que pese a que la apertura financiera se redujo entre 1996 y 2003, la apertura comercial aumentó considerablemente al pasar de un promedio de 23.24% entre 1980-1985 a un 54.96% entre 1995-2003. Este incremento en la apertura comercial también hace al país vulnerable ante los shocks externos.

Si comparamos los resultados de este análisis con los obtenidos por Hawkins (2003), para el periodo 1986-1997 encontramos que aunque ella toma una muestra de países mayor, México también ocupa el cuarto lugar dentro del índice de vulnerabilidad financiera. Sin embargo en el periodo analizado por Hawkins (2003), el país se encuentra más expuesto financieramente debido a que había una mayor proporción de inversión de portafolio, de deuda externa de corto plazo, así como un mayor número de episodios de volatilidad del tipo de cambio. Además en este periodo se registra una menor proporción de IED dentro del país, así como menores flujos de ésta.

También se puede decir que en el periodo analizado por Hawkins(2003), la economía estaba más expuesta a los flujos financieros que a los flujos comerciales, pues el grado de apertura comercial era menor.

Para analizar con mayor profundidad el caso de mexicano se elaboró un ejercicio de extensión del Índice de Vulnerabilidad Financiera mediante la inclusión de tres variables mencionadas por Hawkins (2003) pero no incluidas en su estudio (ver cuadro 9).

**Cuadro 9**  
**Extensión del Índice de Vulnerabilidad Financiera para México**

EXTENSIÓN DEL ÍNDICE DE VULNERABILIDAD FINANCIERA										
México: Periodo 1980-1994										
	Cuenta financiera como % del PIB	Inversión de Portafolio como % de la FBK	Deuda externa de corto plazo como % de la deuda externa total	Número de Episodios de volatilidad del tipo de cambio	Saldo Neto Comercial como % PIB	Flujos Netos de IED como % de la FBK	Stocks de IED rata como % PIB	Apertura Financiera	Apertura de Apertura financiera	Apertura Comercial
1986-1985	2.63	-0.45	18.98	5	-3.74	na	5.19	0.27	2	23.24
1986-1994	3.10	7.89	15.65	10	0.34	5.67	9.49	0.57	2	26.15
1995-2003	3.24	2.64	14.19	2	0.39	12.55	19.09	0.32	4	54.96
Comparación con los resultados obtenidos por Hawkins										
1986-1996	2.37	7.96	16.54	11	0.17	10.58	12.88	0.51	4	21.50

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

Entre los resultados obtenidos de la extensión del índice de vulnerabilidad financiera cabe destacar:

- La reducción del peso de la inversión de portafolio (que entre 1995 y 2003 representó el 2.64% de la formación bruta de capital) y también la disminución de la deuda de corto plazo aunque ambos indicadores continuaron teniendo un peso relevante dentro del índice.
- El descenso del número de episodios de volatilidad del tipo de cambio.



- El saldo comercial neto se vuelve positivo en la década de los noventa lo que nos indica que en este periodo el país tiene un déficit comercial.
- El creciente peso de la IED en la corriente de ingresos de capitales desde el exterior.
- La gran importancia que ha adquirido la apertura comercial sobre todo si consideramos que el saldo de la cuenta de mercancías es crecientemente negativo.

### *Índice de vulnerabilidad financiera anual*

Con el fin de conocer en qué años fueron más vulnerables los países a los flujos financieros se construyó un Índice de Vulnerabilidad Financiera anual para cada país (véase el anexo). En los siguientes párrafos se resaltan algunos rasgos representativos de cada uno de ellos.

#### *Argentina*

Argentina tuvo un mayor grado de vulnerabilidad financiera en la década de los ochenta (principalmente en 1981). La alta vulnerabilidad registrada en este periodo se relaciona fundamentalmente con el nivel de endeudamiento del país y con la inestabilidad en el tipo de cambio como consecuencia del alza de las tasas de interés mundiales. En 1981 la deuda de corto plazo representó el 36.24% de la deuda externa total. Los flujos de capital y el saldo deficitario de la balanza comercial también contribuyeron a acentuar la vulnerabilidad financiera.

Entre 1980 y 1982 hubo una considerable entrada de capitales en Argentina y el país tuvo un saldo positivo en la cuenta financiera como porcentaje del PIB durante este periodo. De hecho, en 1981 Argentina recibe el mayor flujo de capitales (al rededor de 16.26% del PIB) de todo el período comprendido entre 1980-2003. A partir de 1983 y hasta 1991 la cuenta financiera como porcentaje del PIB registra un saldo negativo ya que debido a de la crisis de 1982 se reduce significativamente la entrada de capitales a la región.

También como consecuencia de la crisis de la deuda hay una salida de inversión de portafolio, una disminución del financiamiento otorgado por organismos internacionales, así como una reducción de transferencias de recursos extranjeros hacia Argentina. La inversión de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital cae de 10.29% en 1982 a -6.62% en 1990. La deuda

externa de corto plazo que en 1980 representaba el 38.23% de la deuda externa total en 1987 representaba sólo el 6.04%. El indicador de saldo comercial neto como porcentaje del PIB en 1980 y 1981 equivalió a 6.2% y 6% del PIB, respectivamente.

Argentina se recupera de la crisis de la deuda hasta comienzos de la década de los noventa cuando se instrumenta la ley de convertibilidad que decretó la paridad entre el peso y el dólar de Estados Unidos y la reforma de la ley de la Banca Central, que daba una correspondencia exacta entre el peso en circulación y los dólares en reserva. Esta estrategia implicó la total libertad de los movimientos de capital entre el país y el exterior, ya que con este tipo de régimen cambiario la base monetaria está determinada por la variación de las reservas internacionales, es decir, por el ingreso líquido de recursos externos. A pesar la adopción de este régimen no se logró un equilibrio fiscal, las proporciones de deuda interna y externa no mejoraron, y de hecho, el endeudamiento externo siguió creciendo. Además Argentina enfrentó persistentes déficit fiscal y comercial lo que provocó un endeudamiento externo adicional y produjo un incremento en el servicio de la deuda.

La deuda de gobierno de Argentina creció en este periodo debido al aumento del gasto público, además de que el país arrastraba un monto importante de deuda externa desde la década de los ochenta incluso después de la introducción del Plan Brady en 1991. Esta deuda creció cuando el gobierno decidió emprender un programa de privatización del sistema de pensiones públicos y del sistema de retiro ya que los ingresos del gobierno se redujeron.

También en la década de los noventa Argentina adopta un programa de ajuste y estabilización de la inflación impuesto por el FMI. El programa estaba basado en la estabilización monetaria, desregulación y apertura de los mercados internos, liberalización del sector financiero y la privatización de la mayor parte de los activos del gobierno para incrementar el papel del sector privado en la toma de decisiones sobre la economía. El éxito en lograr una rápida reducción en las tasas de inflación fue notable y esto mejoró las expectativas de los inversionistas externos en cuanto al mercado doméstico, gracias a ello Argentina logró acceder nuevamente a los mercados internacionales de crédito. Fue este renovado acceso al financiamiento externo lo que proporcionó una solución para la deuda a través de la venta de activos del sector público al sector privado, atrajo IED y se pudo renegociar la deuda en los mercados internacionales.

El indicador de saldo comercial neto como porcentaje del PIB fue positivo para toda la década, esto indica que el país tuvo acceso a los flujos de recursos extranjeros y de ésta forma pudo cubrir su

déficit comercial y fiscal. Sin embargo, el país fue altamente dependiente de los flujos de capital externos hacia la región pues para 1999 este indicador representaba el 5% del PIB.

Como resultado de la liberalización y desregulación de los mercados domésticos de bienes y financiero, las entradas de capital fueron suficientes para compensar el déficit en cuenta corriente al que se enfrentó Argentina después de la introducción de la ley de convertibilidad. Sin embargo, la persistencia de un alto nivel de deuda externa hizo a Argentina vulnerable ante los shocks externos, fundamentalmente por la necesidad de mantener flujos de financiamiento externo para cubrir su déficit así como el impacto de las tasas de interés de los mercados de capitales internacionales sobre el costo de la deuda pendiente. De acuerdo con cifras del Banco Mundial la proporción de la deuda Argentina (tanto de corto como de largo plazo) con respecto al PIB en 1980 fue de 35%, se incrementó a 44% en 1990 y en 2001 alcanzó un 51%.

Con el auge de flujos de capital que experimentó Argentina después de liberalizar sus mercados la cuenta financiera como porcentaje del PIB y la inversión de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital crecen. Sin embargo, ésta tendencia se ve alterada por el contagio de la crisis mexicana de 1995. La salida de capitales por el "efecto tequila" se tradujo en una crisis económica para Argentina. La rápida intervención internacional posibilitó una veloz recuperación de la confianza de los mercados financieros y el cumplimiento de los compromisos financieros. Esto definió el clima para un nuevo auge, que se prolongó hasta la crisis asiática. Ya para 1999 sufre una caída brusca de reservas, por la salida de inversión de portafolio, que se acelera en los años posteriores.

Si bien bajo el régimen de convertibilidad el tipo de cambio no experimentó episodios de volatilidad, éste régimen hizo muy dependiente al país de los recursos externos. Se generó un alto grado de vulnerabilidad que culminó con la crisis de 2001. A comienzos del 2002, Argentina adoptó un régimen de tipo de cambio flexible, tras abandonar su anterior "régimen de convertibilidad" (1991-2001) que en líneas generales se inscribía entre los regímenes de tipo de cambio fijo conocidos como caja de conversión. (Grandes y Hermut, 2005)

La crisis Argentina de 2001 fue el resultado de la gran proporción de deuda externa (debido al crecimiento de la deuda de gobierno) de este país que fue financiada con recursos externos, por lo que cuando se incrementaron las tasa de interés internacionales la deuda creció. Por otra parte, al incrementarse el riesgo de incumplimiento los capitales extranjeros también decidieron salir del país. Debido a ello en 2002 y 2003 la cuenta financiera como porcentaje del PIB y la inversión de

portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital se tornan negativas. En estos mismos años Argentina tiene un déficit en el saldo comercial neto con respecto al PIB, lo que nos indica que para financiar su deuda esta recurrió a mantener un superávit comercial.

### *Brasil*

Brasil mostró una mayor vulnerabilidad financiera entre 1981 y 1983 y en 1994, cuando se registran fuertes crisis, que aunque no se generaron en este país, si tuvieron fuertes repercusiones sobre ésta economía.

La alta exposición de Brasil a los flujos financieros entre 1981 y 1982 tuvo como consecuencia una crisis de la que Brasil no se pudo recuperar sino hasta la década de los noventa. Brasil, al igual que Argentina y México tenía una gran proporción de deuda de corto plazo (aproximadamente el 19% de la deuda externa total, en 1981) que hizo al país muy vulnerable a los cambios en las tasas de interés internacionales. Otros factores que influyeron en su alto grado de vulnerabilidad fueron la volatilidad del tipo de cambio, el déficit comercial y la proporción de inversión extranjera, que alcanzaron un 0.45% y 4.85% del PIB, respectivamente, en 1981.

Después de la crisis financiera de 1982 la cuenta financiera como porcentaje del PIB así como la inversión de portafolio como proporción de la formación bruta de capital se toman negativas hasta su recuperación en la década de los noventa. En este periodo se registra también un déficit del saldo comercial neto como proporción del PIB, es decir, tiene un superávit comercial. Esto indica que Brasil redujo sus importaciones para tener un superávit en exportaciones y de ésta forma pagar los intereses sobre la deuda.<sup>26</sup>

En Brasil, con la apertura financiera del decenio de 1990 se liberalizaron significativamente las inversiones extranjeras de cartera en el mercado financiero internacional. La apertura del mercado de capitales, el proceso de privatización y de reestructuración industrial, y los negocios asociados con el financiamiento de la renovación de la infraestructura económica fueron los principales atractivos para la IED en el sistema financiero brasileño. Diversas instituciones financieras manifestaron gran interés en operar en el país, para aprovechar las grandes oportunidades de negocio y lucro que existían, sobre todo en el sector bancario de inversiones. (Peinado y Magalhaes, 2000) En Brasil la casi totalidad de los inversionistas extranjeros de cartera actuaron

<sup>26</sup> Sin embargo, el pago de intereses sobre la deuda puede ser tomado como una señal de dependencia de los recursos internacionales.

en la bolsa de valores por lo que los efectos de la apertura financiera se concentraron en el mercado secundario de acciones.

En el año de 1994 Brasil registra el nivel más alto de vulnerabilidad financiera, la mayoría de los indicadores usados en la construcción del índice de vulnerabilidad financiera muestra niveles considerablemente elevados, pero los más altos son la deuda de corto plazo y la inversión de portafolio, las cuales alcanzan un 21.11% y 42.27%, respectivamente. Todo esto coincide con la apertura de la cuenta de capital y la adopción de ancla cambiaria mediante el establecimiento de un tipo de cambio semifijo, llevados a cabo en este año junto con el impacto de la crisis mexicana sobre esa economía.

En 1995 el gobierno permitió la ampliación de la participación extranjera en el sistema financiero nacional. Esa decisión se tomó en el contexto de la fragilidad creciente del sistema financiero nacional, afectado por una brutal contracción de la liquidez a consecuencia de las medidas económicas restrictivas adoptadas para hacer frente al impacto de la crisis. Después de estas reformas se registra un incremento en la inversión de portafolio, la cual entre 1994 y 1998 representó en promedio de 15.64% de la formación bruta de capital. Este fue uno de los factores que incrementaron la vulnerabilidad financiera del país ante los shocks externos.

El anuncio de la decisión gubernamental de autorizar la participación extranjera en el capital social de las instituciones privadas nacionales y en la privatización de los bancos públicos, así como el establecimiento de nuevas subsidiarias extranjeras, estimuló el interés de las instituciones extranjeras en ingresar al mercado financiero local. (Peinado y Magalhaes, 2000)

En cuanto al tipo de cambio, este muestra una alta volatilidad de 1980 a 1994 cuando Brasil adopta un ancla cambiaria mediante el establecimiento de un tipo de cambio semifijo, conocido como Plan Real. El Plan Real logró disminuir la inflación sin embargo también estimuló los créditos de corto plazo y crecientes déficit comerciales. Como muestra de este déficit entre 1994 y 2000 el saldo neto comercial es positivo y representa en promedio 0.23% del PIB.

Por otra parte la deuda externa de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total se reduce a partir de 1994, sin embargo la deuda externa total creció debido al aumento de la deuda pública.

A pesar del contagio de la crisis mexicana de 1994 la economía brasileña se pudo recuperar rápidamente. Sin embargo, en 1998 Brasil es contagiado de nuevo por la crisis asiática lo que redujo considerablemente la entrada de inversiones al país (de hecho en 2002 la razón de inversión de portafolio asumen un valor negativo), además hay una reducción sostenida de reservas internacionales. Para hacer frente a ésta crisis en 1998 se abandona el tipo de cambio semifijo y se adopta un régimen de flotación administrada. A partir de la adopción de este régimen la economía brasileña comienza a recuperarse y por lo tanto, los indicadores que conforman el Índice de Vulnerabilidad Financiera se reducen.

### *Corea*

De acuerdo con el índice de vulnerabilidad construido para Corea, fue en 1980 cuando este alcanzó el nivel más elevado de vulnerabilidad. En ese año la cuenta financiera representó el 9.28% del PIB. Aún cuando la inversión de portafolio fue baja en 1980 la deuda externa de corto plazo se elevó a 18.92% de la deuda externa total. Otro factor que contribuyó a aumentar el grado de vulnerabilidad fue el déficit comercial, que representó el 9.16% del PIB. Cabe mencionar que este déficit comercial es el más alto del período 1980-2003. Aunque en ese año el grado de apertura financiera no era muy alto, el saldo comercial neto sí lo era, por lo que se puede decir que la vulnerabilidad financiera se encontraba más relacionada con los flujos comerciales que con los flujos financieros.

Entre 1980 y 1987 la cuenta financiera como porcentaje del PIB se reduce de 9.28% a -6.38%, sin embargo, a partir de 1988 esta tendencia se revierte. Los bajos niveles que registra la cuenta financiera como porcentaje del PIB en la década de 1980 se deben a que en este periodo el mercado financiero se encontraba fuertemente regulado (reprimido financieramente) por lo que las entradas de inversión al país eran muy bajas.

Entre 1991 y 1993 Corea introdujo una extensa gama de medidas liberalizadoras de su cuenta de capital y recibió importantes cantidades de inversión de portafolio y empréstitos bancarios. (Cardero, 2005) La liberalización de la cuenta de capital se produjo de manera precipitada, lo que favoreció el sobreendeudamiento de empresas y gobiernos en momentos en que la explosión de liquidez internacional se acrecentaba en escala regional por la entrada masiva de capital japonés y chino en los mercados de crédito y bursátiles de la región. (Dabat, 2001)

Como consecuencia de la liberalización de la cuenta de capital entre 1991 y 1997 la inversión de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital crece en forma rápida. También en esos años se eleva el endeudamiento de corto plazo en forma importante a 20.02% de la deuda externa total, en promedio, generándose una exuberancia financiera que desemboca en la crisis de 1997.

La liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos provocó una entrada de capital externo excesiva y mal orientada, por lo que se generaron serias distorsiones macroeconómicas. Las fallas de supervisión propiciaron un endeudamiento sin cobertura a corto plazo que, al sumarse a las actividades especulativas, la saturación de mercados, etcétera, propició la acumulación de riesgos en el sector bancario, la bolsa de valores y las empresas más expuestas a la competencia internacional. (Dabat, 2001)

Entre los elementos principales que alimentaron la vulnerabilidad en este periodo habría que destacar el papel del sistema financiero, donde el estado jugaba un papel central en dirigir el crédito hacia industrias estratégicas sin suficiente preocupación por la calidad de los proyectos. En el caso de Corea la poca preocupación de los bancos por el alto endeudamiento de los conglomerados creó una situación de extrema dependencia y vulnerabilidad al cambio de condiciones en los mercados financieros.

En el período previo a la crisis el Índice de Vulnerabilidad aumentó en comparación a los lustros anteriores hasta desembocar en la crisis de 1997. En un escenario de excesivo apalancamiento a corto plazo, inflación del valor de los activos y extrema vulnerabilidad del sistema bancario el desplome de las exportaciones en 1996 actuó como el factor detonante de la crisis. La caída de las exportaciones en 1996 despertó pánico y repercutió en un tipo de cambio fijo sobrevaluado y propició los llamados ataques especulativos. Ello se manifestó en una crisis financiera de grandes proporciones que afectó a diversas economías. (Dabat, 2001)

Sin embargo, el derrumbe del producto coreano fue muy breve (1998) y dio lugar a una reestructuración, aún en curso, que permitió una recuperación económica rápida. Después de la crisis de 1997 la vulnerabilidad financiera de Corea se redujo considerablemente, debido principalmente a que su deuda de corto plazo disminuyó y a que su balanza comercial se tornó superavitaria. Es evidente que existe una percepción en el mercado de "solidez económica" de este país, lo que ha hecho que las entradas de inversión de portafolio así como la deuda de corto plazo se recuperen con rapidez.

### *Estados Unidos*

Al ser la economía más grande del mundo y en virtud de que el dólar es el patrón monetario vigente, Estados Unidos no es considerado como una economía financieramente vulnerable. Su mayor grado de vulnerabilidad financiera se registra en 2002 y 2003, esto puede atribuirse principalmente a que las expectativas de los agentes sobre este país se modificaron a partir de la desaceleración económica entre 2000 y 2001, a lo que se sumaron los atentados contra este país así como por la invasión de Estados Unidos a Irak. De esta forma los inversionistas buscaron mercados más seguros o donde obtuvieran mayores ganancias.

Por otra parte, la entrada de inversión a este país en la década de los noventa es creciente y en particular las inversiones de corto plazo como la inversión de portafolio, la cual representó el 23.31% de la formación bruta de capital en 2003.

A pesar de que este país no es financieramente vulnerable mantiene un déficit comercial en todo el período de estudio. De hecho el déficit comercial de los Estados Unidos muestra una tendencia creciente en la década de los noventa lo cual se puede observar en el saldo comercial neto positivo que registra este país. En 2003 el saldo comercial neto representó 4.97% del PIB.

Es importante mencionar que desde la década de los setenta, Estados Unidos ha sido el único país desarrollado que ha tenido déficit en cuenta corriente superior a 5% del PIB. Esto refleja la posición única de Estados Unidos en el sistema financiero internacional, donde sus activos han sido altamente demandados permitiéndole un alto y persistentes déficit en cuenta corriente. Entre 1983 y 2004 el déficit promedio de la cuenta corriente equivalió a 2.4% del PIB. El déficit en cuenta corriente se explica por los crecientes déficit comercial y fiscal. Otro factor que contribuyó al creciente déficit en cuenta corriente fue el incremento en los precios mundiales del petróleo. Edwards (2005), indica que los periodos en que el dólar ha sido fuerte tienden a coincidir con los periodos de mayor déficit en cuenta corriente.

Desde 1980 y hasta 2001 el flujo de IED contribuyó de una manera importante a la financiación de déficit de los Estados Unidos; si embargo, entre 2002 y 2003 los flujos netos de IED han sido negativos lo que incidió en un aumento del déficit en cuenta corriente. También Las compras extranjeras oficiales de valores de gobierno han jugado un papel particularmente importante en el financiamiento del déficit de Estados Unidos.



Algunos investigadores argumentan que si el déficit en cuenta corriente sigue incrementándose puede que la deuda de este país se haga insostenible y el desenlace sea una crisis económica que afecte a todo el mundo. (Edwards, 2005)

### *México*

En México los niveles más altos del índice de vulnerabilidad se alcanzaron en 1982 y 1993. El nivel de vulnerabilidad de 1982 se puede explicar por factores tanto internos como externos. Dentro de los factores internos se encuentran el escaso desarrollo de las instituciones financieras y una mala regulación de éstas. Gran parte de los recursos del sistema financiero fueron absorbidos por el gobierno, el cual los usaba para financiar su gasto, lo que incrementó el endeudamiento externo. Las condiciones internacionales como la caída de los precios del petróleo y el incremento en las tasas de interés de 1981 aumentaron la vulnerabilidad del país. Durante 1981 y 1982 el ánimo especulativo fue creciente y las fugas de capital alcanzaron montos cuantiosos.

La crisis de la deuda de 1982 fue el resultado del crecimiento desmedido del endeudamiento de corto plazo, favorecido por los altos precios del petróleo de los años setenta. En 1981 la deuda de corto plazo, la más alta del período 1980-2003, representaba el 31.94% de la deuda externa total. A lo anterior se añadió un déficit comercial de más de 1.5% del PIB. A partir de 1981 y hasta 1989 se logran superávits en la balanza comercial mediante una reducción de las importaciones. De esta forma se obtuvieron recursos para el pago de la deuda.

La cuenta financiera en el caso de México registró una gran entrada de inversión antes de la crisis de la deuda (10.64% del PIB en 1981). Durante los años setenta y hasta 1981 México y otros países de América Latina recibieron una gran cantidad de inversiones privadas. Esta entrada de capitales provocó una apreciación considerable del tipo de cambio real generando una disminución de las exportaciones. Por otra parte, las tasas de ahorro fueron inconsistentes con el rápido crecimiento que experimentó la región. Asimismo, el incremento del consumo y algunos proyectos de inversión se financiaron con una gran proporción del capital que ingresó. De esta manera, a mediados de 1982, México enfrenta una severa crisis y en el resto de la década disminuyen considerablemente los flujos de inversión a causa del colapso financiero.

Después de la crisis de 1982 México es excluido del financiamiento externo ya que es considerado como un país insolvente, debido a ello entre 1983 y 1987 hay una reducción en la deuda de corto plazo, que en promedio representó 6.9% de la deuda externa total. Además, la inversión de

portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital asume valores negativos ya que no hay flujos de este tipo de inversión. El tipo de cambio se muestra sumamente volátil principalmente en 1986 y 1987.

En los años posteriores a la crisis de la deuda se instrumenta un programa de ajuste estructural recomendado por el FMI para que el país lograra recuperar su crecimiento y combatir los altos niveles de inflación. Una de las propuestas del FMI fue generar un superávit en la balanza comercial para contar con divisas y de esta forma poder saldar la deuda, es por ello que en la década de los ochenta el saldo neto comercial es negativo.

Bajo la recomendación del FMI, México inicia un proceso de liberalización comercial a mediados de la década de 1980, y financiera en 1989, que unido a las reformas estructurales provocó crecientes flujos de comercio y de inversión extranjera. Esos capitales estaban formados en su mayor parte por flujos de cartera y por adquisición de acciones. El desarrollo de los mercados financieros internacionales así como la disminución en las tasas de interés de EU a partir de 1991, aunado a las mejores condiciones económicas de la región, hicieron más atractiva a ésta para los inversionistas, lo cual resultó en una mayor entrada de capital.

Entre 1989 y 1992 se llevó a cabo la apertura del mercado financiero a la Inversión Extranjera de Cartera con el fin de obtener más recursos para financiar el crecimiento y los desequilibrios externos generados por el déficit comercial y de cuenta corriente, además de la escasez de capital y la falta de ahorro interno.

La década de los noventa se caracteriza por un proceso de adquisición masiva de empresas mexicanas en prácticamente todos los rubros. El destino de la IED hasta 1993 se había concentrado en la compra de activos estatales durante su proceso de privatización. Posteriormente, y con elevados montos, la IED cobró una nueva modalidad y se orientó crecientemente a la adquisición y fusión de empresas, así como a la creación de nuevos activos. (Dussel, 2000) Además, la contribución de la IED fue un factor importante para solventar el déficit en cuenta comercial que se registró entre 1990 y 1994 cuando el saldo comercial neto representó, en promedio, aproximadamente 3.0% del PIB.

El gran volumen de colocaciones de los inversionistas extranjeros en títulos públicos hasta que estalló la crisis mexicana a fines de 1994 fue la característica principal de México, en comparación con los otros países analizados. En México, las inversiones extranjeras de cartera representaban más del 60% de los flujos de capital absorbidos por el país en el período 1990-1994. Esos flujos se orientaron, esencialmente, hacia la compra de acciones y documentos del gobierno mexicano. En el

período 1990-1994 esas operaciones representaron un 55% del total de las inversiones extranjeras de cartera. Todo esto incrementó la vulnerabilidad financiera del país.

Entre 1991 y 1993 las variables utilizadas para construir el Índice de Vulnerabilidad Financiera registran altos valores. En este período la inversión de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital y la cuenta financiera como porcentaje del PIB tienen un gran crecimiento y alcanza el nivel más elevado de todo el período (8.37% del PIB) particularmente porque las inversiones netas de portafolio crecen más de una tercera parte de la formación bruta de capital. Aunque la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total fue menor que en 1982, alcanzó un monto considerable en 1993 (27.78%). De esta forma, el país entra en una fase de alta vulnerabilidad donde la composición de sus activos externos conformada por diversos tipos de capital de corto plazo en el momento en el que las condiciones económicas empezaron a mostrar incapacidad para sostenerse, desembocan en una crisis. Cuando las expectativas de los agentes se volvieron desfavorables hubo una gran salida de capitales de corto plazo, debido a ello la inversión de portafolio alcanzó valores negativos en 1995 (-18.30). Otra consecuencia de la crisis de 1994 fue un considerable crecimiento del endeudamiento de corto plazo para cubrir las obligaciones que el gobierno y el sector privado habían contraído anteriormente.

Después de la crisis de 1994 se abandona el régimen de tipo de cambio fijo por un régimen de flotación. Esto significó menos volatilidad del tipo de cambio. Aunque no es independiente de los efectos del TLC de América del Norte, el régimen de flotación de México favoreció las entradas de capital de largo plazo, es decir, la inversión extranjera directa. Tales entradas de capital también fueron menos volátiles. (Grandes y Helmut, 2005) Sin embargo, este flujo se reduce como consecuencia de la crisis asiática.

Entre 1995 y 2003 la vulnerabilidad financiera de México se redujo de manera considerable, ello se puede atribuir a que la cuenta financiera como porcentaje del PIB, la inversión de portafolio como porcentaje de la formación bruta de capital y la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda externa total se redujeron. Además, la IED (la cual es considerada más estable que la inversión de portafolio) mostró una tendencia creciente de 1995 a 2003. Este crecimiento de la IED se encuentra relacionado con la desregulación y liberalización comercial y financiera. Un claro ejemplo de ello es que después de la apertura del sector bancario se registraron importantes entradas de IED orientadas a este sector.

Por otra parte, la menor volatilidad del tipo de cambio que trajo el régimen de tipo de cambio flexible (adoptado después de la crisis de 1995) también ha jugado un papel importante en la

reducción de la vulnerabilidad financiera de la economía mexicana. Sin embargo, pese a que la vulnerabilidad financiera se ha reducido el país puede ser vulnerable por la vía comercial, ya que actualmente México tiene un grado de apertura comercial de aproximadamente 53%.

### Conclusiones

Pese a los importantes cambios que han tenido lugar como consecuencia de la liberalización financiera<sup>27</sup> en México y de la entrada de importantes intermediarios financieros internacionales<sup>28</sup> en los mercados regionales, aún perduran serios problemas en el sistema financiero nacional como el de un adecuado acceso al financiamiento de todos los sectores de la población. Una muestra de ello es que actualmente se calcula que el 80% la población no tiene acceso al financiamiento formal, es decir, se encuentran financieramente excluidos. Entre los agentes financieramente excluidos están pequeñas empresas y personas de bajos niveles de ingreso.

Por otra parte, la desregulación y liberalización de los servicios financieros ha ampliado la inestabilidad financiera en todo el mundo, acompañada de la mayor fragilidad de las estructuras de financiamiento con tendencias recurrentes al sobreendeudamiento de empresas, familias y gobiernos, particularmente significativas en los países en desarrollo. La inestabilidad financiera ha conducido a crisis mundiales recurrentes. En la última década, un número importante de economías emergentes (e. g. México, Rusia, Tailandia, Corea, Malasia, Filipinas, Brasil, Ecuador) se ha visto sacudido por la inestabilidad en los mercados financieros globales. (TOPORÓWSKI, 2002)

Las expectativas de los agentes acerca del futuro tienen un papel fundamental en la determinación de la movilización de los flujos financieros (en una economía mundial que cada vez está más integrada) ya que si se presenta algún desequilibrio en una país o en una región los capitales preferirán buscar mercados más seguros, esta tendencia se ha intensificado debido a los desarrollos tecnológicos que se han presentado en los últimos años, pues gracias a ellos la nueva información se conoce ahora más rápidamente. Por ejemplo, Talavera (2003), menciona que una modificación en las condiciones económicas internacionales, como una recuperación de las economías centrales o el incremento en las tasas de interés de éstos países, pueden desviar los recursos financieros hacia ellos. Todo esto hace que las economías, principalmente las economías en desarrollo como México, sean más vulnerables al retiro de recursos financieros ante algún desequilibrio ya sea interno o externo.

<sup>27</sup> Por ejemplo, el incremento de la IED y la inversión de portafolio (en bonos y acciones).

<sup>28</sup> Hay un crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios y las fusiones y adquisiciones de bancos nacionales por parte de los extranjeros.

Las economías que tienen una mayor apertura financiera, o un alto grado de exposición a los flujos financieros, son consideradas más vulnerables. Este tipo de economías serán las primeras en ser afectadas cuando hay un desequilibrio de la economía mundial. Ya que por lo regular son economías que dependen mucho de la entrada de capitales para su crecimiento, si los capitales deciden salir del país o incluso si la entrada de flujos financieros es menor a la que se esperaba, el desequilibrio interno puede ser de tal magnitud que desencadene una crisis financiera.

Como muestra de lo anterior la evidencia empírica obtenida mediante la construcción de un índice de vulnerabilidad financiera señala que la economía mexicana fue más vulnerable financieramente entre 1990 y 1994, cuando hubo una gran entrada de capitales al país, los cuales eran capitales de corto plazo (principalmente inversión de portafolio). Cuando los inversionistas percibieron un ambiente económico inseguro, decidieron salir rápidamente del país lo que trajo efectos adversos sobre toda la economía terminando en una aguda crisis financiera, la cual se propagó al resto del mundo, pero los más afectados fueron algunos países latinoamericanos como Brasil y Argentina.

Actualmente la economía mexicana no se encuentra tan expuesta a los flujos financieros como en los periodos anteriores ya que la proporción de inversión extranjera de portafolio se ha reducido y en cambio, la IED, la cual se considera más estable, se ha incrementado. Además el tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable. Todos estos factores hicieron que la vulnerabilidad financiera de la economía mexicana se redujera en el periodo 1995-2003 en comparación con los otros dos periodos analizados (1980-1985 y 1986-1994).

Sin embargo, aunque la exposición a los flujos financieros de la economía mexicana se ha reducido en el periodo 1996-2003 su exposición a los flujos comerciales se ha incrementado ya que para 2003 la apertura comercial fue de 53.58%. Esta exposición a los flujos comerciales también puede generar vulnerabilidad económica.

Hay que destacar que los tres países estudiados de América Latina y particularmente México se han ido acercando a un régimen financiero externo que en apariencia es hoy menos vulnerable que en los años noventa. Probablemente ello no sea el resultado de una "adecuada" política económica, sino también de que sus mercados financieros ya no son tan atractivos o bien porque el margen de riesgo en estos países es elevado.

Algo que caracteriza a estos tres países es que su crecimiento se encuentra restringido por el sector externo ya que en la medida que estos países tienen que mantenerse "atractivos" para el capital

financiero, requieren mantener altas tasas de interés, lo que si bien provoca entradas de capital, fortalece el tipo de cambio y afecta desfavorablemente sus cuentas externas (esto es particularmente importante para Brasil y Argentina) generándose una vulnerabilidad externa recurrente e impidiendo el crecimiento económico de largo plazo.

Comparando a Corea con los países estudiados de América Latina encontramos que la estructura económica de este país es más fuerte, lo que si bien no le impidió caer en crisis, sí le permitió recuperarse más rápidamente. Además, las cuentas externas de esa economía son más sanas y su estructura productiva esta más diversificada, lo que hace que sea menos vulnerable ante shocks externos.

En el extremo opuesto a los países considerados financieramente vulnerables se encuentra Estados Unidos que goza de una posición privilegiada al ser la economía más importante del mundo.

Es importante mencionar que en la década de los ochenta el alto grado de endeudamiento de los países analizados (Argentina, Brasil, Corea y México) fue su principal fuente de vulnerabilidad. En cambio, en la década de los noventa el factor que volvió más vulnerables a estas economías fue la inversión de portafolio. El crecimiento de la inversión estuvo estrechamente relacionado con la apertura de la cuenta de capital, que permitió una mayor entrada de este tipo de inversión.

Otro factor que contribuyó a la generación de vulnerabilidad financiera fue la volatilidad del tipo de cambio, que en América Latina se asoció principalmente con regímenes de tipo de cambio fijo. Además de estos factores, el déficit en la Balanza Comercial también contribuyó a la generación de vulnerabilidad financiera.

Finalmente, hay que destacar (con base en la evidencia empírica obtenida) que la construcción del índice de vulnerabilidad financiera resulta una herramienta útil para conocer la situación financiera externa de uno o varios países, por lo que es recomendable realizar este ejercicio de forma regular.





## Anexo



### Capítulo 3

#### Cronología

<b>1830</b>	Se establece la primera institución bancaria de fomento del país: el Banco de Avío.
<b>1837</b>	Se establece el Banco Nacional de Amortización de Moneda de Cobre.
<b>1864</b>	Se establece la primera institución de banca comercial en México: el Banco de Londres, México y Sudamérica.
<b>1884</b>	Se establece el Banco Nacional Mexicano.
<b>1884-1899</b>	Los bancos comerciales privados comenzaron a emitir sus propios billetes.
<b>1905</b>	Se cambia el sistema monetario a una base oro.
<b>1930</b>	Comienza a funcionar con efectividad el banco central.
<b>1913</b>	Los problemas de la Revolución hacen que el sistema financiero deje de funcionar.
<b>1917</b>	Establecimiento de un nuevo sistema monetario con base en el oro y de un nuevo sistema bancario, con el monopolio de la emisión de billetes por el gobierno.
<b>1925</b>	Se crea el Banco de México al cual se le dotó de los poderes y responsabilidades de un banco central.
<b>Década de los sesenta</b>	Nacionalización del sector bancario.
<b>1974</b>	Reforma a la legislación bancaria para hacer posible la banca múltiple. Se aprueba una nueva ley del Mercado de Valores, con la cual se establece el marco legal para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios.
<b>1976</b>	Reformas que facilitaron el surgimiento de la banca múltiple. Surgen diversos intermediarios financieros no bancarios.
<b>1977</b>	Se crea la Comisión Nacional de Valores, encargada de supervisar y regular las operaciones de los mercados de capital y de dinero.
<b>1978</b>	Se autoriza el cambio de la banca especializada a la banca múltiple.
<b>1982</b>	Nacionalización de la Banca. Reestructuración del sistema bancario. Se establece el control de cambios.
<b>1982-1987</b>	Liberalización comercial.
<b>1988</b>	Liberalización financiera. Desregulación de la tasa de interés activas y pasiva bancarias.
<b>1989</b>	Se sustituye el encargo obligatorio o depósito obligatorio de los bancos comerciales en el Banco de México por un coeficiente de liquidez de 30% en la captación.
<b>1989-1992</b>	Apertura a la inversión extranjera de portafolio. Apoyo a la concurrencia de empresas, valores e intermediario mexicanos en mercados internacionales. Establecimiento de relaciones institucionales con autoridades, bolsas y organismos multilaterales de cooperación.
<b>1991</b>	Se elimina el coeficiente de liquidez, permitiendo que cada banco decida el monto libremente. Deja de existir el control monetario por regulación directa y da paso a una regulación monetaria indirecta por medio de operaciones de mercado abierto y el anuncio explícito de límites al crédito interno del Banco de México. Se liberan las tasas de interés (activas y pasivas). Apertura al capital externo (desregulación de la FED, apertura de los mercados financieros a la inversión de cartera, permiso a la inversión extranjera en la banca).
<b>1991-1992</b>	Privatización de la banca comercial.
<b>1994</b>	Autonomía del Banco de México.

Fuente: Elaboración propia.

## Capítulo 4

**Cuadro 10**  
**Argentina: Valores anuales de los componentes del índice de Vulnerabilidad Financiera**

Años	Cuenta	Inversión de	Deuda Externa de	Número de Episodios	Saldo Comercial
	Financiera como % del PIB	Portafolio como % de la FBK	Corto Plazo como % de la Duda Externa Total	de volatilidad del Tipo de Cambio	Neto como % PIB
1980	12.57	0.79	36.23	0	6.2
1981	16.26	6.30	36.24	4	6.0
1982	10.85	10.29	37.86	4	2.8
1983	-3.68	5.25	19.41	4	2.4
1984	-6.96	4.81	21.94	4	3.2
1985	-9.85	-3.27	13.21	3	1.1
1986	-7.73	-1.97	8.41	2	2.7
1987	-8.97	-0.45	6.04	4	3.9
1988	-7.20	-2.77	9.88	4	1.2
1989	-14.91	22.02	13.06	4	1.7
1990	-3.85	-6.62	16.83	3	-2.5
1991	-2.57	1.74	20.71	2	0.8
1992	2.57	12.47	23.67	0	2.8
1993	3.21	74.72	13.37	0	3.7
1994	3.12	16.28	9.54	0	4.5
1995	11.36	4.00	21.61	0	2.2
1996	12.28	19.75	21.10	0	2.7
1997	8.51	17.80	24.91	0	4.3
1998	6.71	14.75	21.87	0	5.0
1999	2.84	-13.28	20.18	0	4.4
2000	10.34	-5.61	19.20	0	3.3
2001	7.57	-24.94	12.98	0	-1.6
2002	-3.83	-52.51	10.06	3	-8.4
2003	-0.13	-41.59	13.84	2	-5.6

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 11**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Argentina, por categoría**<sup>29</sup>

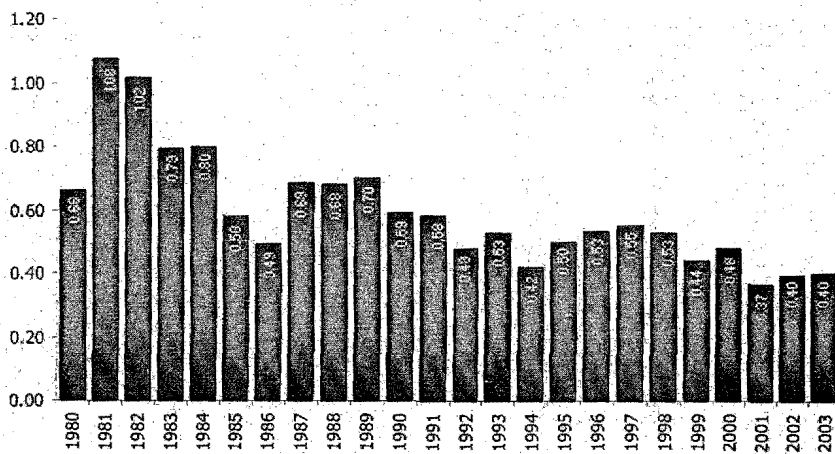
Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Argentina								
Años	Cuenta	Inversión de	Deuda Externa de	Número de Episodios	Saldo Comercial	Clasificación		
	Financiera	Portafolio como	Corto Plazo como % de	de volatilidad	Neto	Apertura	de Apertura	Apertura
	como % del PIB	% de la FBK	la Deuda Externa Total	del Tipo de Cambio	como % PIB	Financiera	financiera	Comercial
1980	0.8818	0.4189	1.0000	0.0000	1.0000	0.66	8	35.3
1981	1.0000	0.4622	0.9390	2.0000	0.9814	1.09	1	36.0
1982	0.8264	0.4536	0.9634	2.0000	0.7675	1.02	2	26.0
1983	0.3602	0.4540	0.4153	2.0000	0.7352	0.79	4	21.1
1984	0.2550	0.4505	0.4938	2.0000	0.7696	0.80	3	28.2
1985	0.1625	0.3870	0.2228	1.5000	0.9473	0.58	10	24.5
1986	0.2302	0.3972	0.0736	1.0000	0.7587	0.49	17	19.4
1987	0.1907	0.4092	0.0000	2.0000	0.8395	0.69	6	19.3
1988	0.2473	0.3809	0.1191	2.0000	0.6587	0.68	7	19.1
1989	0.0000	0.5658	0.2181	2.0000	0.6911	0.70	5	33.1
1990	0.3549	0.3607	0.3391	1.5000	0.4021	0.59	9	21.0
1991	0.3960	0.4264	0.4558	1.0000	0.6259	0.28	11	17.8
1992	0.5810	0.5108	0.5476	0.0000	0.7699	0.48	19	18.3
1993	0.5814	1.0000	0.2277	0.0000	0.8247	0.53	14	16.7
1994	0.5783	0.5407	0.1038	0.0000	0.8823	0.42	19	22.3
1995	0.8428	0.4442	0.4937	0.0000	0.7257	0.50	16	25.0
1996	0.8725	0.5879	0.4677	0.0000	0.7666	0.53	13	26.8
1997	0.7514	0.5526	0.5861	0.0000	0.8712	0.55	12	29.3
1998	0.6937	0.5286	0.4917	0.0000	0.9163	0.53	15	30.8
1999	0.5695	0.3083	0.4392	0.0000	0.8730	0.44	20	28.4
2000	0.8100	0.3686	0.4088	0.0000	0.7999	0.48	18	30.5
2001	0.7211	0.2167	0.2157	0.0000	0.6829	0.37	24	28.6
2002	0.3555	0.0000	0.1250	1.5000	0.0000	0.40	23	53.9
2003	0.4743	0.0858	0.2422	1.0000	0.1923	0.40	22	51.1

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

<sup>29</sup> Para la elaboración de este índice se tomó el valor anual al que se le restó el valor mínimo de todo el periodo y esto fue dividido entre el rango (valor máximo - valor mínimo).

Grafica 10

**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Argentina  
1980-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 12**  
**Brasil: Valores anuales de los componentes del índice de Vulnerabilidad Financiera**

Años	Cuenta Financiera como % del PIB	Inversión de Portafolio como % de la FBK	Deuda Externa de Corto Plazo como % de la Duda Externa Total	Número de Episodios de volatilidad del Tipo de Cambio	Saldo Comercial Neto como % PIB
1980	4.12	0.65	18.93	2.00	1.20
1981	4.85	0.00	18.85	4.00	-0.45
1982	3.25	0.00	18.61	4.00	-0.28
1983	-1.88	-0.64	14.48	4.00	-3.18
1984	-2.63	-0.83	10.61	4.00	-6.26
1985	-3.89	-0.55	9.05	4.00	-5.59
1986	-3.05	-0.88	8.65	1.00	-3.10
1987	-3.32	-0.65	11.16	4.00	-3.79
1988	-2.77	0.23	8.93	4.00	-5.80
1989	-2.47	-0.37	15.71	4.00	-3.48
1990	-1.18	0.55	19.77	4.00	-2.33
1991	-1.20	4.73	21.74	4.00	-2.60
1992	1.51	19.56	18.67	4.00	-3.90
1993	1.73	13.49	21.74	4.00	-3.27
1994	1.47	42.27	21.11	3.00	-1.99
1995	4.16	6.21	19.46	0.00	0.45
1996	4.31	12.85	19.81	0.00	0.70
1997	3.08	5.79	17.60	0.00	0.82
1998	2.55	11.07	12.40	0.00	0.84
1999	1.52	3.51	11.98	1.00	0.24
2000	4.68	5.37	12.95	0.00	0.12
2001	4.00	0.07	12.47	2.00	-0.52
2002	-0.85	-5.57	10.23	1.00	-2.65
2003	-0.03	6.07	8.33	1.00	-5.04

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 13**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Brasil, por categoría**<sup>30</sup>

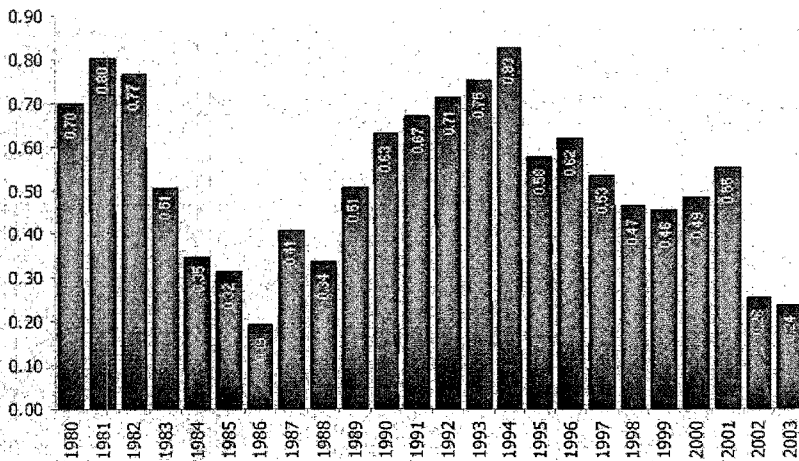
Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Brasil								
Años	Cuenta	Inversión de	Deuda Externa de	Número de Episodios	Saldo Comercial	Clasificación		
	Financiera	Portafolio como	Corto Plazo como % de	de volatilidad	Neto	Apertura	de Apertura	Apertura
	como % del PIB	% de la FBK	la Deuda Externa Total	del Tipo de Cambio	como % PIB	Financiera	financiera	Comercial
1980	0.9129	0.1288	0.7903	0.6627	1.0000	0.70	6	18.33
1981	0.9967	0.1163	0.7942	1.3333	0.7768	0.80	2	17.21
1982	0.8136	0.1163	0.7657	1.3333	0.8020	0.77	3	14.05
1983	0.2289	0.0967	0.4584	1.3333	0.4126	0.51	13	18.36
1984	0.1433	0.0991	0.1701	1.3333	0.0000	0.35	19	19.58
1985	0.0000	0.1048	0.0543	1.3333	0.0897	0.32	21	17.40
1986	0.0955	0.0680	0.0240	0.3333	0.4240	0.19	24	13.57
1987	0.0654	0.1027	0.2110	1.3333	0.3305	0.41	18	14.03
1988	0.1284	0.1213	0.0453	1.3333	0.0815	0.34	20	14.64
1989	0.1620	0.1067	0.5507	1.3333	0.3721	0.51	14	11.38
1990	0.3093	0.1278	0.8529	1.3333	0.5272	0.63	8	11.27
1991	0.3073	0.2152	1.0000	1.3333	0.4910	0.67	7	12.93
1992	0.8154	0.5253	0.7706	1.3333	0.3161	0.71	5	14.43
1993	0.6413	0.3963	0.9985	1.3333	0.4009	0.75	4	14.81
1994	0.6108	1.0000	0.9527	1.0000	0.5725	0.83	1	14.16
1995	0.9179	0.2461	0.8289	0.0000	0.8961	0.59	10	13.66
1996	0.9252	0.3850	0.8591	0.0000	0.9333	0.62	9	13.05
1997	0.7952	0.2374	0.6912	0.0000	0.9494	0.53	12	13.99
1998	0.7399	0.3478	0.3039	0.0000	0.9514	0.47	16	15.82
1999	0.6170	0.1688	0.2725	0.3333	0.9709	0.46	17	19.37
2000	1.0000	0.2285	0.3446	0.0000	0.8546	0.49	15	16.42
2001	0.8993	0.1179	0.3087	0.6887	0.7692	0.55	11	22.36
2002	0.3458	0.0000	0.1421	0.3333	0.4574	0.26	22	23.35
2003	0.4398	0.2431	0.0000	0.3333	0.1639	0.24	23	24.65

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

<sup>30</sup> Para la elaboración de este índice se tomó el valor anual al que se le restó el valor mínimo de todo el periodo y esto fue dividido entre el rango (valor máximo - valor mínimo).



**Grafica 11**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Brasil**  
**1980-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 14**  
**Corea: Valores anuales de los componentes del índice de Vulnerabilidad Financiera**

Años	Cuenta Financiera como % del PIB	Inversión de Portafolio como % de la FBK	Deuda Externa de Corto Plazo como % de la Duda Externa Total	Número de Episodios de volatilidad del Tipo de Cambio	Saldo Comercial Neto como % PIB
1980	9.2845	0.2433	18.9292	0.0000	9.1642
1981	6.6048	0.0399	18.8478	0.0000	7.3062
1982	5.1824	-0.0246	18.6128	0.0000	4.2078
1983	2.7342	1.6087	14.4757	0.0000	2.6598
1984	3.0276	2.5409	10.6080	0.0000	2.1236
1985	2.0290	4.0587	9.0534	0.0000	1.7048
1986	-3.5687	-0.6499	6.6467	0.0000	-3.0015
1987	-6.3831	-0.4522	11.1556	0.0000	-5.8707
1988	-2.2526	-1.4395	6.9325	0.0000	-6.5152
1989	-1.1140	-0.6208	15.7140	0.0000	-1.6274
1990	1.0978	0.1737	19.7691	0.0000	1.1995
1991	2.1874	3.8541	21.7428	0.0000	2.9917
1992	2.1202	6.0464	18.6651	0.0000	1.5723
1993	0.8879	11.0562	21.7364	0.0000	0.1014
1994	2.5354	5.1521	21.1079	0.0000	1.2533
1995	3.3402	7.4623	19.4605	0.0000	1.6720
1996	4.3055	9.3148	19.8117	0.0000	4.1533
1997	-1.7696	8.2836	17.5992	1.0000	1.7419
1998	-2.4293	-0.7358	12.4024	2.0000	-10.7393
1999	2.8548	8.4942	11.9812	0.0000	-5.0866
2000	2.4857	9.3929	12.9494	0.0000	-2.2824
2001	0.6276	6.2219	12.4667	0.0000	-1.7465
2002	1.3423	0.3767	10.2323	0.0000	-1.2826
2003	2.4004	20.9343	8.3252	0.0000	-2.5020

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 15**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Corea, por categoría**<sup>31</sup>

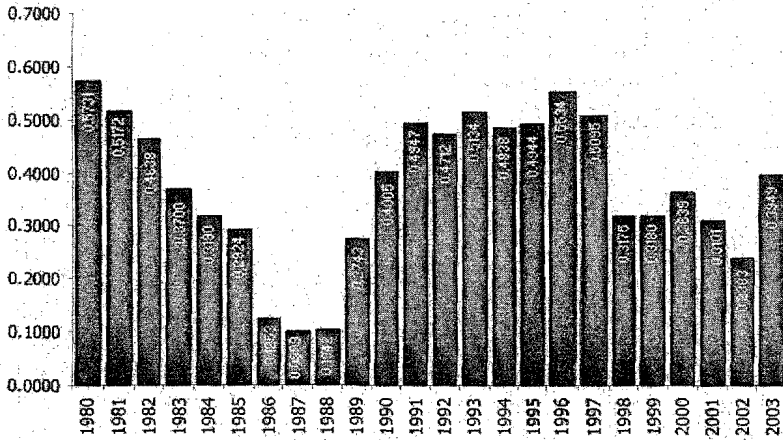
Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Corea								
Años	Cuenta	Inversión de	Deuda Externa de	Número de Episodios	Saldo Comercial	Clasificación		
	Financiera	Portafolio como	Costo Plazo como % de	de volatilidad.	Neto	Apertura	de Apertura	Apertura
	como % del PIB	% de la FBK	la Duda Externa Total	del Tipo de Cambio	como % PIB	Financiera	financiera	Comercial
1960	1.0000	0.0752	0.7803	0.0000	1.0000	0.5731	1	78.01
1961	0.3290	0.0661	0.7842	0.0000	0.9097	0.5172	3	81.71
1962	0.7362	0.0632	0.7667	0.0000	0.7510	0.4538	10	77.05
1963	0.5819	0.1362	0.4594	0.0000	0.6732	0.3700	13	73.20
1964	0.5005	0.1779	0.1701	0.0000	0.5463	0.3190	15	73.27
1965	0.5369	0.2457	0.0543	0.0000	0.6252	0.2924	19	68.89
1966	0.1784	0.0353	0.0240	0.0000	0.3688	0.1253	22	70.91
1967	0.0000	0.0441	0.2110	0.0000	0.2445	0.0989	24	73.21
1968	0.2536	0.0000	0.0493	0.0000	0.2122	0.1042	23	68.27
1969	0.3363	0.0386	0.5507	0.0000	0.4476	0.2743	20	61.67
1970	0.4775	0.0721	0.8529	0.0000	0.5996	0.4035	11	58.97
1971	0.5470	0.2366	1.0000	0.0000	0.6689	0.4947	8	57.16
1972	0.5427	0.4240	0.7705	0.0000	0.6186	0.4712	9	55.76
1973	0.4641	0.5685	0.9685	0.0000	0.5447	0.5134	4	53.97
1974	0.5632	0.2946	0.9527	0.0000	0.6025	0.4838	8	55.41
1975	0.5208	0.3979	0.8299	0.0000	0.6236	0.4644	7	60.17
1976	0.6822	0.4697	0.8561	0.0000	0.7482	0.5534	2	60.47
1977	0.2945	0.4346	0.6912	0.5000	0.6271	0.5095	5	67.04
1978	0.2624	0.0314	0.3039	1.0000	0.0000	0.3175	17	82.30
1979	0.5096	0.4440	0.2725	0.0000	0.2806	0.3190	16	73.60
2000	0.5661	0.4642	0.3446	0.0000	0.4240	0.3639	14	60.98
2001	0.4475	0.3424	0.3067	0.0000	0.4518	0.3101	18	75.93
2002	0.4931	0.0812	0.1421	0.0000	0.4751	0.2393	21	71.41
2003	0.5606	1.0000	0.0000	0.0000	0.4139	0.3949	12	75.35

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

<sup>31</sup> Para la elaboración de este índice se tomó el valor anual al que se le restó el valor mínimo de todo el periodo y esto fue dividido entre el rango (valor máximo - valor mínimo).

Grafica 12

**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Corea  
1980-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 16**  
**Estados Unidos: Valores anuales de los componentes**  
**del índice de Vulnerabilidad Financiera**

<b>Años</b>	<b>Cuenta Financiera como % del PIB</b>	<b>Inversión de Portafolio como % de la FBK</b>	<b>Saldo Comercial Neto como % PIB</b>
1980	-0.7480	1.8863	0.9213
1981	-0.8363	2.3395	0.9023
1982	-0.7745	1.5750	1.1296
1983	0.6557	0.2659	1.9120
1984	2.0704	2.9953	2.8822
1985	2.5123	8.0692	2.9177
1986	2.6643	9.3535	3.2667
1987	3.4067	6.7634	3.3866
1988	2.8411	6.9523	2.5002
1989	1.3752	7.2462	2.1508
1990	1.0845	-0.6851	1.9153
1991	0.6832	1.2279	1.2729
1992	1.4689	2.2094	1.5131
1993	1.2555	-3.1389	1.9768
1994	1.7345	5.9950	2.3339
1995	1.3078	6.6010	2.3471
1996	1.6883	12.7344	2.4361
1997	2.6943	13.4690	2.3775
1998	0.9490	3.6507	2.8148
1999	2.4720	9.0359	3.7295
2000	4.8889	15.7277	4.6062
2001	4.1895	18.2363	4.2202
2002	5.5030	23.5748	4.5969
2003	4.9709	23.3115	4.9714

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 17**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Estados Unidos, por categoría<sup>32</sup>**

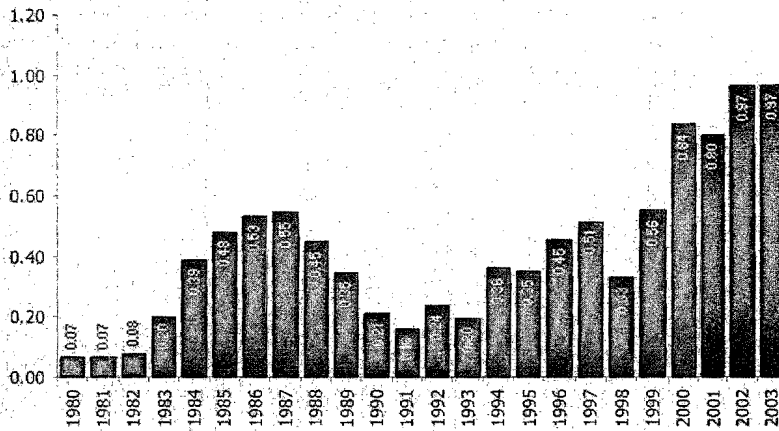
Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Estados Unidos						
Años	Cuenta Financiera como % del PIB	Inversión de Portafolio como % de la FBK	Saldo Comercial Neto como % PIB	Apertura Financiera	Clasificación de Apertura financiera	Apertura Comercial
1980	0.0042	0.1681	0.0047	0.07	23	17.12
1981	-0.0098	0.2051	0.0000	0.07	24	16.17
1982	0.0000	0.1765	0.0559	0.08	22	14.21
1983	0.2276	0.1275	0.2482	0.20	19	13.41
1984	0.4532	0.2296	0.4866	0.39	12	14.15
1985	0.5236	0.4196	0.4953	0.48	9	13.23
1986	0.5478	0.4676	0.5811	0.53	7	13.39
1987	0.6661	0.3707	0.6105	0.55	6	14.06
1988	0.5760	0.3778	0.3927	0.45	11	15.18
1989	0.3424	0.3888	0.3068	0.35	15	15.43
1990	0.2961	0.0926	0.2490	0.21	18	15.42
1991	0.2322	0.1635	0.0911	0.16	21	15.25
1992	0.3574	0.2062	0.1501	0.24	17	15.56
1993	0.3234	0.0000	0.2641	0.20	20	15.87
1994	0.3997	0.3419	0.3518	0.36	13	15.72
1995	0.3317	0.3646	0.3551	0.35	14	18.07
1996	0.3923	0.5942	0.3769	0.45	10	18.26
1997	0.5526	0.6217	0.3625	0.51	8	18.87
1998	0.2746	0.2542	0.4700	0.33	16	18.28
1999	0.5172	0.4558	0.6948	0.56	5	18.62
2000	0.9022	0.7063	0.9102	0.84	3	20.47
2001	0.7908	0.8002	0.8154	0.80	4	18.59
2002	1.0000	1.0000	0.9080	0.97	1	17.74
2003	0.9152	0.9901	1.0000	0.97	2	18.06

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM.

<sup>32</sup> Para la elaboración de este índice se tomó el valor anual al que se le restó el valor mínimo de todo el periodo y esto fue dividido entre el rango (valor máximo - valor mínimo).

Grafica 13

Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para Estados Unidos  
1980-2003



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Cuadro 18**  
**México: Valores anuales de los componentes del índice de Vulnerabilidad Financiera**

Años	Cuenta Financiera como % del PIB	Inversión de Portafolio como % de la FBK	Deuda Externa de Corto Plazo como % de la Deuda Externa Total	Número de Episodios de volatilidad del Tipo de Cambio	Saldo Comercial Neto como % PIB	Flujos Netos de IED como % de la FBK	Stocks de IED neta como % PIB
1980	5.92	0.08	28.17	0	1.57		2.32
1981	10.64	1.70	31.94	0	1.55		
1982	1.63	2.31	30.45	3	-4.06		
1983	-2.20	-2.11	10.91	3	-9.47		
1984	0.05	-2.16	6.80	0	-7.51		
1985	-0.53	-2.52	5.63	2	-4.55		6.05
1986	1.26	-5.11	5.85	4	-3.88		
1987	-2.19	-5.18	5.30	4	-6.26		
1988	-2.45	6.48	7.94	1	-1.43		
1989	0.50	0.58	9.23	0	-0.18		
1990	3.21	-6.55	15.40	0	0.34		6.77
1991	7.99	16.55	19.16	0	2.31	4.00	
1992	7.44	22.68	21.85	0	4.39	4.41	
1993	8.37	33.49	27.78	0	3.34	4.46	
1994	3.75	8.12	28.38	0	4.39	9.81	
1995	-3.65	-18.30	22.55	2	-2.47	17.85	12.21
1996	3.99	18.18	19.10	0	-1.36	11.05	
1997	6.09	4.18	18.67	0	-0.16	12.59	
1998	4.70	0.25	16.56	0	1.88	10.55	
1999	3.66	9.91	14.46	0	1.16	10.10	
2000	3.92	0.11	12.60	0	1.38	10.51	14.81
2001	4.13	5.86	9.99	0	1.60	18.53	20.84
2002	3.48	0.37	7.05	0	1.22	9.44	21.83
2003	2.82	3.19	6.56	0	0.90		

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM



**Cuadro 19**  
**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para México, por categoría<sup>33</sup>**

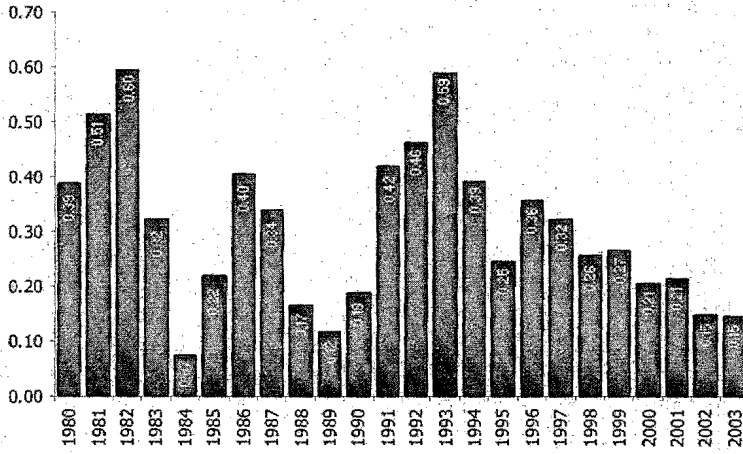
Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para México										
Años	Cuenta	Inversión de	Deuda Externa de	Número de Episodios	Saldo	Flujos Netos	Stocks de IED	Clasificación		
	Financiera	Portafolio como	Corto Plazo como % de	de volatilidad	Comercial Neto de IED como %	de la FBK	neto como	Apertura	de Apertura	Apertura
	como % del PIB	% de la FBK	la Duda Externa Total	del Tipo de Cambio	como % PIB	de la FBK	% PIB	Financiera	financiera	Comercial
1980	0.67	0.35	0.86	-0.33	0.80		0.00	0.39	8	
1981	1.00	0.39	1.00	-0.33	0.60			0.51	3	20.19
1982	0.37	0.40	0.94	0.37	0.39			0.60	1	23.54
1983	0.10	0.31	0.21	0.67	0.00			0.32	11	25.39
1984	0.26	0.31	0.96	-0.33	0.14			0.07	24	25.63
1985	0.25	0.30	0.01	0.35	0.36		0.29	0.22	16	24.46
1986	0.24	0.25	-0.02	1.00	0.40			0.40	6	29.61
1987	0.10	0.25	0.00	1.00	0.23			0.34	10	33.09
1988	0.09	0.48	0.10	0.00	0.58			0.17	20	32.09
1989	0.29	0.36	0.15	-0.33	0.37			0.12	23	31.37
1990	0.48	0.23	0.36	-0.33	0.71		0.23	0.19	19	31.33
1991	0.82	0.67	0.52	-0.33	0.65	0.00		0.42	5	26.46
1992	0.76	0.76	0.62	-0.33	1.00	0.03		0.46	4	29.74
1993	0.64	1.00	0.84	-0.33	0.92	0.03		0.59	2	29.08
1994	0.52	0.51	0.87	-0.33	1.00	0.40		0.36	7	33.33
1995	0.00	0.00	0.65	0.33	0.51	0.94	0.51	0.25	15	53.02
1996	0.54	0.70	0.52	-0.33	0.54	0.49		0.36	9	55.71
1997	0.68	0.43	0.51	-0.33	0.67	0.59		0.32	12	54.86
1998	0.58	0.36	0.42	-0.33	0.82	0.45		0.28	14	57.65
1999	0.51	0.54	0.34	-0.33	0.77	0.42		0.27	13	57.56
2000	0.53	0.36	0.27	-0.33	0.76	0.45	0.64	0.21	18	58.64
2001	0.54	0.47	0.18	-0.33	0.80	1.00	0.94	0.21	17	52.52
2002	0.50	0.36	0.07	-0.33	0.77	0.37	1.00	0.15	21	50.30
2003	0.45	0.41	0.05	-0.33	0.75			0.15	22	53.58

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

<sup>33</sup> Para la elaboración de este índice se tomó el valor anual al que se le restó el valor mínimo de todo el periodo y esto fue dividido entre el rango (valor máximo - valor mínimo).

Grafica 14

**Índice de Vulnerabilidad Financiera Anual para México  
1980-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y del BM

**Bibliografía**

- AGLIETTA, Michael. (2002) Whence and Whither Money? *En The Future of Money* OECD, p. 31-68
- AGLIETTA, Michael. (2000) "La globalización financiera". *Finanzas, inversión y crecimiento*. Num. 59 Mayo-Agosto.
- AYALA Espino, José. (2000) *Mercado, Elección Pública e Instituciones. Una Revisión del las Teorías Modernas del Estado*. Facultad de Economía UNAM. 2ª ed. México.
- CARBAUGH, Robert J. (1995) *International Economics*. International Thomson Publishing. 5ª ed. USA. p. 305-318.
- CARDERO, María Elena. (2005) *El sistema monetario internacional en la era pos Bretton Woods: crisis, contagio y desorden*. Ensayo en proceso.
- CARDERO, María Elena. (2004) El sistema monetario internacional actual. Cómo funciona y para quién. En: *Enseñanza y reflexión económicas. Homenaje a Carlos Roces*. p. 227-258.
- \_\_\_\_\_ y GALINDO, Luis Miguel. (2002) Sistema financiero internacional los temas de debate, en *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*. ENEP Acatlán, UNAM. México. p. 215-241
- CEPAL, secretaría ejecutiva. (2002) *Globalización y desarrollo*. Abril. p. 54-72, 136-173
- CHAPOY Bonifaz, Alma y MANRIQUE, Irma. (2000) en *Regulación de los Flujos financieros Internacionales*. Instituto de Investigaciones Económicas e Instituto de Investigaciones Jurídicas. UNAM. México. p. 257-295
- CHAPOY Bonifaz, Alma. (2001) *El sistema monetario internacional*. Instituto de Investigaciones Económicas. UNAM. p. 11
- \_\_\_\_\_ (2002) Los bloques regionales como potenciales uniones monetarias en *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*. ENEP Acatlán, UNAM. México. p. 87-92.
- DABAT, Alejandro. et. al. (2001) Revaluación de la crisis asiática: espacio, ciclo y patrón de desarrollo regional. *Comercio Exterior*, noviembre. p. 951-969

- EATWELL, John et al. *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Vol.II p. 917-920
- EDWARDS, Sebastián. (2005) Is the U.S. current account deficit sustainable? And if not, how costly is adjustment likely to be? National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 11541 Agosto. p. 1-73
- FRENKEL, Roberto. (2003) Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL*. Número 80, agosto. p. 41-54
- GARCIA Zamora, Rodolfo. (2004) *Economía financiera contemporánea*. Tomo III. Ed. Porrúa 1ª Edición, México.
- GRANDES, Martín y Reisen Helmut. (2005) Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico en Argentina, Brasil y México. *Revista de la CEPAL*. Número 86, agosto. p. 7-28
- GURZA González, Antonio. (2002) *El papel de la banca en el financiamiento de la inversión, el caso mexicano (1985-2000)*. Tesis de licenciatura. UNAM. p. 21,22.
- GUILLÉN Romo, Héctor. (2002) Evolución del régimen macrofinanciero mexicano. *Comercio Exterior*, Vol. 52, Núm. 7, julio. p. 571
- HAWKINS, Peneiope. (2003) *The Open Economy and it's Financial Constraints*. Ed. Edward Elgar. Cheltenham. UK. p. 54-151
- HUERTA Gonzáles, Arturo. (2002) La política monetaria y cambiaria de la globalización en *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*. ENEP Acatlán, UNAM. México. p. 261-262
- KREGEL, Jean. (2004) Argentina from the Crisis to Recovery: Growth versus Debt Repayment. Trabajo presentado en el Taller de trabajo organizado por CEPAL, FLACSO, IDEAS y UNA. p. 1-28
- KRUGMAN, Paul. (1994) *Economía internacional. Teoría y Política*. Ed. MacGraw-Hill 2ª ed. España. p. 307-334, 447
- LÓPEZ Gonzáles, Teresa. (2002) La paradoja neoliberal en México: márgenes financieros elevados y baja propensión al ahorro, en *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*. ENEP Acatlán, UNAM. México. p. 63-64

- LUGO Mendoza, Ma. Del Pilar. (2002) *Incidencia de los flujos de capital en la crisis mexicana de 1995 y en la crisis asiática de 1997*. Tesis de Licenciatura. UNAM.
- MÁNTEY de Anguiano, Guadalupe y LEVY Orlik, Noemí. (2002) *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*. ENEP Acatlán, UNAM. México p. 5-12
- MÁNTEY de Anguiano, Guadalupe. (2000) Hymán, P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX. *Comercio Exterior*. Vol. 50 Num. 12, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1994) *Lecciones de Economía Monetaria*. UNAM. México p. 11-24, 178-184.
- MARTÍNEZ Peinado, Javier y José María Vidal. (2003) *Economía Mundial*. Ed. Mc Graw Hill. p. 424-440.
- MINIAN, Isaac. (2000) *Análisis de riesgos financieros e instrumentos derivados*. UNAM. México. p. 11-25
- MINSKY, Hayman P. (1982) *Can "it" happen again?*. ME Sharpe Inc. Armonk, New York. USA. Cap. 1
- MISHKIN, Frederic S. (2001) *The economics of money, banking, and financial markets*. Ed. Addison Wesley. 6<sup>th</sup> ed. USA. p. 3-48, 181-210, 478-505.
- NIVEAU, Maurice. (1983) *Historia de los hechos económicos contemporáneos*. Ed. Ariel. Barcelona. España p. 213 -233
- ORTIZ Martínez, Guillermo. (1994) *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*. Fondo de Cultura Económica. México, p. 7-55
- PENIDO de Freitas, María Cristina y Daniela Magalhaes Prates. (2000) La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. *Revista de la CEPAL*. Número 70, abril. p. 53-69
- PUYANA Ferreira, Jaime. (2002) Movilidad internacional del capital, regímenes cambiarios, y política económica: hacia un nuevo orden financiero internacional o hacia una crisis global, en *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*. ENEP Acatlán, UNAM. México p. 192-213

- RAMÍREZ Solano, Ernesto. (2001) *Moneda, banca y mercados financieros*. Ed. Pearson Educación. México p. 3-17, 39-66, 393-415.
- RODRÍGUEZ Sánchez, María Teresa. (2002) "El crédito en México en los noventa: de la mala selección de las inversiones al racionamiento del crédito". *Comercio Exterior*, Vol. 52, Núm. 7, julio.
- RUIZ Duran, Clemente. (2004) Desbancarizados en México: situación y propuestas para revertirla. *Comercio Exterior*, Vol. 52, Núm. 7, julio. p. 564-574.
- SANCHEZ Tavárez, Ramón. (2000) *Desregulación y apertura del sistema financiero mexicano*. P686-697. Comercio exterior, agosto de 2000.
- SEVARES, Julio. (1999) *Globalización y la vulnerabilidad externa*. En: "Tiempos violentos; Neoliberalismo, globalización y desigualdad en América Latina." Comp. Boron, Atilio A.; Gambina, Julio; Minsburg, Naum. Colección CLACSO - EUDEBA, CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Ciudad de Buenos Aires, Argentina. Abril.
- SOLÍS M., Leopoldo. (1967) *Evolución financiera de México*. CEMLA. México, p. 9-70
- SUDART, R. (1995) Investment Finance in Economic Development, *Routledge*, Londres, p. 234
- TALAVERA Déniz, Pedro. (2003) "La estructura económica mundial: los flujos financieros centro-periferia" en *Economía Mundial*. 2ª Ed. Mc Graw Hill. p. 344-360
- TAMMAMES, Ramón. (1993) *Estructura económica internacional*. Ed. Alianza Conaculta. p. 77
- TOPOROWSKI, Jan. (2002) Una teoría Kaleckiana sobre la dinámica perversa de los tipos de cambio, en *Globalización financiera e integración monetaria*. Una perspectiva desde los países en desarrollo. ENEP Acatlán, UNAM. México p.15-18
- TELLO Macías, Carlos. (2004) Transición financiera en México. *Nexos*. Num. 320. Año 28. Vol. XXVI. México, agosto de p 19-28.
- VALDEZ, Pedro e HIDALGO Celarié, Nadia. (2004) Las microfinanzas y la provisión de servicios financieros en México. *Comercio Exterior*, Vol. 52, Núm. 7, julio de 2004. p. 598-604
- WERNER, Alejandro. (1997) *El efecto sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de las Intervenciones en el mercado cambiario y del proceso de Esterilización*. Documento de Investigación No. 9706. Banco de México.

*Fuentes de información electrónica*

[www.inegi.gob.mx](http://www.inegi.gob.mx)

[www.unctad.org](http://www.unctad.org)

[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

[www.bancomundial.org](http://www.bancomundial.org)

[www.eclac.cl](http://www.eclac.cl)

