



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

*Deuda pública interna, desregulación financiera
y costos de la regulación monetaria
(2001-2005)*

Tesis para obtener el grado de maestría
en Economía

Presenta:

JOSÉ ENRIQUE MENDOZA MÉNDEZ

Asesora:

DRA. ALICIA ADELAIDA GIRÓN GONZÁLEZ

Ciudad universitaria, D. F.

Octubre de 2007



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

AGRADECIMIENTOS

A mi madre María Elena.
Gracias por tu cariño, comprensión y apoyo.

A mis hermanas: Isabel y Araceli.

A mis sobrinos: Jared, Astrid, Cesar y Luís.

Dedico este trabajo, especialmente a
Alejandra Contreras.
Gracias por tu apoyo corazón.

Asimismo, agradezco a mi asesora,
la Dra. Alicia Girón González,
por sus valiosos comentarios,
sus enseñanzas y su paciencia;
y a la Mtra. Patricia Rodríguez López,
que me ayudó a reorganizar mis ideas.

También agradezco el apoyo de mis amigos y
compañeros de la generación 2003-2004 de la
Maestría en Economía de la UNAM:
Alejandra, Christian, Francisco, Haydé, Jesús,
Jorge, Katy, Miguel, Mirella, Oscar, Roger,
Salvador y Víctor.

A mis amigos: María de la Luz, Alejandro,
Gabriel, Sandra, Vicente, Yadira, Olga,
Federico, Paco, Raúl, Luís y a todos los
demás.

Muchas gracias.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	7
--------------	---

CAPÍTULO 1

MARCO TEÓRICO: DINERO ENDÓGENO, REGULACIÓN MONETARIA Y MERCADOS DE CAPITAL 11

1.1 Dinero endógeno y sus implicaciones en la política monetaria	13
1.2 El Dinero como estructura social	16
1.2.1 La teoría del dinero crédito	17
1.2.2 La teoría del dinero estatal	17
1.3 Moneda en Keynes	18
1.4 Poskeynesianos	21
1.4.1 Postura acomodaticia u horizontalista	22
1.4.2 El enfoque estructuralista	26
1.4.3 La teoría del circuito monetario	29
1.5 Inestabilidad financiera, mercados de capital y regulación monetaria	32
1.5.1 Desregulación de los flujos internacionales de capital y el Banco Central	32
1.5.2 La hipótesis de la inestabilidad financiera	34
1.5.3 Teoría de la inflación en los mercados de capital	36
1.5.3.1 Inflación financiera en los mercados en desarrollo	37
1.6 Conclusiones	37

CAPÍTULO 2

DESREGULACIÓN FINANCIERA, CAMBIO ESTRUCTURAL Y OPERACIONES EN EL MERCADO ABIERTO EN MÉXICO 41

2.1 Los principios de la liberalización financiera	43
2.2 Antecedentes de la reforma	45
2.3 La reforma financiera en México	47
2.2.1 Proceso de desregulación operativa	48
2.2.2 Proceso de reprivatización bancaria	50
2.2.3 Autonomía del Banco de México	51
2.3 Desregulación y operaciones en el mercado abierto (OMAS)	53
2.3.1 Consolidación del mercado de deuda pública	54
2.4 Imperfecciones del mercado financiero mexicano	57
2.4.1 Desarrollo del mercado de valores	57
2.4.2 Sistema bancario oligopólico	58
2.5 Tasas de interés y desregulación	60
2.5.1 Tasas de interés, deuda pública interna y sistema bancario	62
2.6 Conclusiones	65

CAPÍTULO 3

LOS COSTOS DE LA REGULACIÓN MONETARIA EN MÉXICO, 2001-2005	67
3.1 Liberalización financiera, inestabilidad monetaria y deuda pública interna	69
3.2 Mecanismos de estabilidad monetaria en el contexto de la liberación financiera	72
3.2.1 Tipo de cambio, reservas internacionales y base monetaria	72
3.2.2 Tasas de interés, tipo de cambio y control de precios	73
3.2.3 Operaciones de regulación monetaria	74
3.3 Principales fuentes de presión sobre la base monetaria, 1985-2005	75
3.3.1 Flujos de capital externo	76
3.3.2 Política fiscal	79
3.3.3 Financiamiento privado	80
3.4 La deuda pública interna en México	81
3.4.1 La estructura de la deuda pública interna	86
3.4.2 Deuda pública interna con fines de regulación monetaria	89
3.4.3 Valores públicos emitidos con fines de regulación monetaria	91
3.5 Política monetaria, regulación monetaria y deuda pública interna, 1985-2005	95

3.5.1 Estancamiento, 1985-1989	96
3.5.2 Estabilización y cambio estructural, 1990-1994	98
3.5.3 Los efectos de la crisis, 1995-1996	100
3.5.4 Recuperación económica, 1997-2000	102
3.5.5 Estancamiento con estabilidad, 2001-2005	103
3.6 Costos de la regulación monetaria, 2001-2005	105
3.6.1 Costo de los valores del Gobierno Federal	106
3.6.2 Costo de los BREMS	108
3.7 Estancamiento con estabilidad y crecimiento de la deuda pública interna	110
3.8 Conclusiones	111

CONCLUSIONES GENERALES 115

BIBLIOGRAFÍA 121

ANEXO ESTADÍSTICO Y ANEXO DE CONCEPTOS 129

A. Deuda pública	143
B. Finanzas Públicas	144
C. Marco Jurídico	144

INTRODUCCIÓN

La deuda pública interna derivada de la emisión de bonos se está convirtiendo en la mayor fuente de endeudamiento del sector público. El 12 de septiembre de 2007, la deuda pública del gobierno federal ascendió un billón 940 mil 185 millones de pesos, equivalentes al 19.8% del PIB o 171.1 mil millones de dólares. La circulación de deuda interna por valores públicos (CETES, Bondes, Udibonos, Bondes D y otros valores) se ha constituido en la principal fuente de acumulación y rentabilidad del sector financiero mexicano. Más que responder a las necesidades de financiamiento del déficit presupuestal, la mayor parte de los recursos obtenidos por este medio, han sido dirigidos al refinanciamiento de la deuda y a la regulación de la moneda, es decir, la deuda pública se ha convertido en un instrumento fundamental para la política monetaria.

Asimismo, la deuda pública interna en general, ha crecido por las obligaciones que garantiza el Gobierno Federal, como la deuda heredada del rescate bancario, el salvamento carretero, los fideicomisos y fondos de fomento, y los compromisos de la banca de desarrollo. La deuda pública interna se ha convertido en una carga cada vez más onerosa para las finanzas públicas, superior a los costos del endeudamiento externo, distraendo recursos que podrían destinarse a la inversión pública o al gasto social.

El presente trabajo tiene por objetivo analizar la dinámica y costos de la deuda pública interna relacionada con la regulación de la moneda y su relación con la desregulación financiera. En particular, trata de dar respuesta a las siguientes interrogantes: ¿Qué factores han determinado el crecimiento de la deuda interna en bonos del gobierno?, ¿Cuál ha sido el impacto de la liberalización y desregulación financiera sobre la deuda pública interna?, ¿de qué manera están relacionados la deuda interna en valores gubernamentales, la política monetaria restrictiva y la actitud rentista del sector bancario?, ¿cuál es el costo de la regulación de la moneda?

La globalización financiera ha puesto en riesgo la estabilidad monetaria y cambiaria; ha sido necesario mantener políticas monetaria y fiscal restrictivas, de manera pro-cíclica, y un tipo de cambio estable, para mantener la estabilidad económica. Este trabajo pone énfasis en los efectos de la política monetaria sobre el costo de la deuda pública interna y los recursos del Banco Central.

La deuda pública interna relacionada con la regulación de la moneda ha estado influida por varios factores, entre los que destacan: i) las presiones que ejercen un sistema financiero desregulado y la apertura comercial sobre la economía; ii) la acumulación de reservas internacionales; y iii) las características institucionales del sistema financiero mexicano.

En primer lugar, la consolidación del proceso de liberalización financiera y la apertura económica, han determinado una creciente necesidad de recursos públicos para estabilizar la moneda. Estos recursos, desde principios de los noventa, se han obtenido a través de la colocación de valores gubernamentales en el mercado de deuda. Las operaciones en el mercado abierto se han transformado en el principal instrumento de control monetario con que cuenta el Banco Central.

En segundo lugar, dado un contexto de libre movilidad de capitales, los países con moneda débil han tenido que acumular reservas internacionales, para estar preparados contra el pánico en los mercados financieros y las rápidas reversiones de los flujos de capital, es decir, para alejar la incertidumbre sobre sus tipos de cambio. Este proceso involucra un costo: la diferencia entre lo que los bancos centrales deben pagar por adquirir el exceso de liquidez, por medio de la colocación de bonos en el mercado local, y el rendimiento de los valores en que colocan estos recursos. Esta es una fuente adicional de presión sobre la deuda pública interna.

También la deuda pública interna es también influida por las características institucionales del sistema financiero mexicano. Bajo un sistema “desregulado” y no competitivo, las operaciones del mercado abierto con el fin de atraer capitales para financiar el déficit en la cuenta corriente no son eficientes, y por lo tanto, encarecen el crédito.

El principal obstáculo en el desarrollo de este trabajo ha sido la escasa disponibilidad de informes sobre las estrategias puntuales de colocación de valores gubernamentales, así como el costo y manejo de dichos recursos, lo que en algunos apartados nos llevó a realizar algunas inferencias estadísticas, las cuáles, por supuesto, se hacen explícitas.

Resulta fundamental mencionar que en el periodo 2000-2006, los costos de la regulación monetaria fueron asumidos por el Banco Central a través de la colocación de Bonos de Regulación Monetaria. No obstante, en este trabajo se considera que, en un sentido amplio, la emisión de valores del gobierno federal continuó participando de manera fundamental en la regulación de la moneda.

La desregulación financiera en México, dado un sistema bancario oligopólico y un Banco Central protegido, ha aumentado el costo de la deuda pública interna por medio de la colocación de valores gubernamentales, debido a que altas tasas de interés son la base de la estabilidad económica.

La hipótesis a comprobar en el presente trabajo es: la política monetaria restrictiva que ha incrementado la deuda pública interna en México por tres razones: han elevado las tasas de interés reales relativas y, por lo tanto, el servicio de la deuda pública interna; por la esterilización del dinero bancario privado; y por la estructura oligopólica del sistema bancario, en el periodo 2001-2005.¹

¹ Esta hipótesis fue tomada del trabajo de Guadalupe Mántey de Anguiano, publicado en mayo de 1999: Mántey de Anguiano, Guadalupe: (1999) “Política monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles” *Comercio Exterior*, Bancomext, mayo de 1999. Al plantear el presente

Este periodo de estudio corresponde a una etapa donde la regulación por medio de Brems² con cargo al Banco Central es plena. De esta forma ponderamos el impacto de dicho instrumento sobre la deuda pública interna, y específicamente, en los costos de la regulación monetaria.

En el primer capítulo se realiza el marco teórico metodológico de lo que corresponde al dinero endógeno, la regulación monetaria y los mercados de capital. En primer lugar, se examina a grandes rasgos el debate sobre el dinero, sus orígenes, su capacidad de incidir o no sobre factores reales. Posteriormente, partiendo de una postura endogenista acerca del dinero, se analizan tres escuelas del pensamiento poskeynesiano en torno a la naturaleza del dinero, que son relevantes para explicar la regulación de la moneda: i) la postura acomodaticia; y ii) el enfoque estructuralista y iii) la corriente del circuito monetario. Por último, se examinan aspectos cruciales que caracterizan a la globalización financiera, como la libre movilidad de capitales, la creciente inestabilidad financiera y los procesos de inflación financiera en los mercados de capital. Asimismo se estudian los instrumentos con que cuenta el Banco Central para regular la liquidez ante un entorno de desregulación financiera.

En el segundo capítulo se analiza la relación entre la liberalización financiera, la aplicación de operaciones en el mercado de dinero y la consolidación del mercado de deuda pública interna. Las características estructurales del sistema financiero mexicano determinan la forma en que se articulan las operaciones en el mercado abierto y la dinámica de las instituciones financieras. Inicialmente, se examinan los principales postulados sobre los que se fundamentó la liberalización financiera y los antecedentes a su consolidación en México. A continuación se da cuenta del proceso de reforma financiera, en específico, se analiza la desregulación operativa, el proceso de reprivatización bancaria y la autonomía del Banco Central. Posteriormente, se examina el papel de las operaciones en el mercado abierto bajo un sistema financiero desregulado, y la importancia de la consolidación de un mercado de deuda pública en este proceso. Por último, se examinan las imperfecciones del sistema bancario y el papel de las tasas de interés, bajo el contexto de la desregulación financiera.

trabajo consideramos, que a pesar de que se emiten los Brems con cargo al Banco Central y existen otros elementos para regular la liquidez de la economía, la hipótesis continua siendo valida para el periodo 2001-2005.

² Los Bonos de regulación monetaria (Brems) son bonos emitidos por el Banco de México con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero; estos empezaron a circular a partir de agosto de 2000.

Finalmente, en el tercer capítulo se estima la relación entre la política monetaria restrictiva, las operaciones de regulación monetaria y el costo de la deuda pública interna. En primer lugar se analizan los mecanismos de estabilidad monetaria en el contexto de la liberación financiera y las principales fuentes de presión sobre la liquidez de la economía en el periodo 1985-2005. Posteriormente, se hace un balance de la deuda pública interna en México, y se pondera la importancia de la regulación monetaria en la tendencia de la misma. En el antepenúltimo apartado se examina la aplicación de la política monetaria y su efecto sobre la deuda pública interna, dividiendo en cinco etapas el periodo antes mencionado. En el último apartado, se estiman los costos de la regulación de moneda para el periodo 2001-2005, diferenciando entre los costos del gobierno federal y los costos del Banco Central.

CAPÍTULO PRIMERO

MARCO TEÓRICO: DINERO ENDÓGENO, REGULACIÓN MONETARIA Y MERCADOS DE CAPITAL

Introducción

El capítulo primero tiene por objeto realizar el marco teórico metodológico de lo que corresponde al dinero endógeno, la regulación monetaria y los mercados de capital. Sin antes definir estos conceptos desde una perspectiva heterodoxa difícilmente podríamos abordar posteriormente la hipótesis señalada con anterioridad. Cabe recordar que la hipótesis en esta tesis es que las políticas de restricción monetaria, en el periodo 2001-2005, han incrementado el endeudamiento público interno en México por tres razones: porque han elevado las tasas de interés reales relativas y, por lo tanto, el costo de la deuda pública interna; por la esterilización del dinero bancario privado; y por la estructura oligopólica del sistema bancario. El objetivo a demostrar con este marco teórico metodológico es internarse en el debate teórico sobre la moneda, la endogeneidad de la oferta monetaria y el efecto potencial que tienen las operaciones en el mercado abierto para regular la moneda.

1.1 Dinero endógeno y sus implicaciones en la política monetaria

Este apartado se abocará a analizar la concepción que tienen las principales escuelas del pensamiento económico sobre el dinero, sus orígenes, su capacidad de incidir o no sobre factores reales y sus principales críticas. De esta forma, podremos ponderar la importancia que tiene la endogeneidad o exogeneidad del dinero sobre las potencialidades de la política monetaria.

El debate sobre la exogeneidad o endogeneidad de la oferta de dinero tiene importantes implicaciones para la política monetaria: si la oferta de dinero es exógena, el Banco Central tiene el control sobre la misma y posee una mayor capacidad para incidir sobre la dinámica del sistema financiero; por el contrario, si la oferta de dinero es endógena, es determinada por la demanda de crédito, disminuyendo la eficacia del Banco Central para encauzar su dinámica. Este debate tiene sus cimientos sobre la concepción que las distintas escuelas del pensamiento económico tienen sobre el dinero y el manejo de la oferta monetaria, si ésta tiene o no incidencia sobre factores reales. Por ejemplo, Milton Friedman en *The Quantity Theory of Money: a Restatement* (La Teoría Cuantitativa del Dinero) (1956) sostiene que el incremento en la cantidad de dinero en circulación es incapaz de influir en variables reales (producción, inversión y empleo) como no sea en un plazo muy corto, porque en el largo plazo sólo aumenta los precios de las mercancías.

En tanto al dinero y su génesis, podemos localizar dos posturas fundamentales: La primera que considera al dinero como una mercancía que tiene incorporado un valor en sí mismo. Ésta al consolidarse como un equivalente general, permite el intercambio, agiliza la realización de las mercancías e incentiva la especialización de los productores. Una de las obras que sintetiza con mayor claridad dicha posición es el artículo de Karl Menger “On the Origin on Money” e incluso lo explica con mucha claridad Carlos Marx en el Tomo I cuando habla sobre la moneda como el equivalente para intercambiar las mercancías. La segunda, el dinero como representación de una estructura social, cuyos principales

aportaciones son la teoría del dinero crédito y la teoría del dinero estatal, donde el dinero es resultado de arreglos institucionales e incide sobre el sistema productivo. El análisis con todas sus especificidades se encuentra en *The Treatise On Money Volumen I The Pure Theory of Money* de John Maynard Keynes publicado en 1930 previo a *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936).

Estos conceptos sirven para entender con mayor claridad las diferentes posturas sobre el papel de la política monetaria de las principales escuelas del pensamiento económico, su capacidad para regular la moneda y si esto tiene o no incidencia sobre el bienestar colectivo.

A mediados del siglo XIX, cuatro principios caracterizaron el pensamiento monetario clásico: i) la existencia del dinero no interfiere con las leyes del valor (J.S.Mills, 1971 citado en Laidler), ii) el valor del dinero es explicado por el valor de los metales que contiene; iii) la variación en la cantidad de dinero causa variaciones en los precios, y no viceversa; iv) los billetes son parte de la oferta monetaria, sólo si son convertibles en oro o plata (Ingham, 2004: 19).

Para que el dinero funcione como equivalente general es necesario que su valor sea estable. Bajo el principio de la estabilidad, Fisher en *The Purchasing of Money* (1911), desarrolla la clásica exposición de la teoría cuantitativa, donde aparece la identidad entre la cantidad de dinero y el valor de las mercancías.

$$MV=PT$$

El valor real de la moneda, por lo tanto dependerá de la cantidad de moneda (M), del volumen de bienes y servicios (T) y de la velocidad del dinero (V).

A principios del siglo XX podemos encontrar dentro de la economía neoclásica cuatro supuestos y principios metodológicos, que continúan incidiendo sobre el pensamiento económico contemporáneo: i) opera con un modelo de economía real de trueque, donde el dinero simboliza razones de cambio. El dinero es neutral y en el largo plazo no es necesario, éste sólo actúa como medio de cambio; ii) el dinero existe porque disminuye las dificultades del trueque directo, es decir, resultado de la minimización de los costos de producción; iii) Al ser una mercancía más, el valor del dinero puede ser explicado por la teoría general del valor, es decir en función de la oferta y la demanda, y los márgenes de utilidad; iv) manteniendo constante la oferta y demanda y la utilidad marginal, el nivel de precios está determinada por la relación entre la cantidad de dinero en circulación y la oferta de bienes y

servicios (Ingham, 2004: 33-34). Bajo estos principios, la oferta de dinero queda supeditada a las necesidades de la “economía real”.¹

Para la teoría monetaria neoclásica la oferta monetaria es una variable exógena. En el modelo del multiplicador bancario, la oferta de dinero está determinada por el volumen de la reserva del sistema bancario que, a su vez, controla la autoridad monetaria. En el planteamiento neoclásico la tasa de interés y la oferta de dinero son variables exógenas.

Sin embargo, bajo los principios antes descritos no se desarrolla una especificación lógica del dinero, más que en términos descriptivos. Tampoco se puede explicar, en términos microeconómicos, el dinero como depósito de valor. El dinero de cuenta no puede ser resultado espontáneo del trueque y el cambio, el dinero como cuenta abstracta del valor es lógica e históricamente anterior al cambio en el mercado (Ingham, 2004: 25).

El modelo monetario antes descrito no es apropiado para describir el financiamiento del capitalismo, en él no existe espacio para el financiamiento: los bancos utilizan de manera empresarial al dinero para tomar posiciones especulativas considerando la producción de mercancías para su venta futura o considerando las fluctuaciones del valor del dinero en sí mismo (Ingham, 2004: 26). Los bancos incluso pueden producir dinero crédito a través de préstamos y generación de depósitos.

Keynes en *The Treatise On Money* retoma la teoría del dinero crédito generada por Alfred Mitchell-Innes en “What is Money?”(1913) y “The Credit Theory of Money” (1914), y la teoría del dinero estatal, que desarrolló Knapp en su libro *The State of Money* (1924). Keynes realiza una especificación las distintas clases de dinero destacando el papel del dinero bancario: los bancos crean dinero. En términos generales, desarrolla las bases para entender el dinero endógeno.

Sin embargo, posteriormente, en *The General Theory of Employment, Interest and Money* Keynes asume la oferta monetaria como exógena, relacionada con las restricciones del Banco Central y por las razones de reserva, y es este enfoque, el que predomina durante las décadas de los cuarenta, cincuenta y sesenta.

Resulta importante destacar el papel del “Informe Radcliffe” publicado en 1959, donde se estableció que la oferta monetaria en Gran Bretaña estaba determinada mayormente por la oferta de préstamos bancarios. En este documento podemos encontrar algunas de las raíces de la postura endogenista sobre la oferta monetaria. En primer lugar, se consideraba que el objeto de la política monetaria era afectar el nivel de la demanda total, alterando la liquidez de instituciones financieras, empresas y particulares, que desean adquirir recursos reales. La oferta monetaria no es, en sí misma, un factor crítico de este proceso, más bien, es un componente más de la liquidez de la economía, variable y muy difícil de

¹ La denominada por Ingham, meta-teoría de la economía real y el axioma de la economía cuantitativa siguen presentes en lo que él denomina pensamiento ortodoxo: monetarismo, expectativas racionales y nuevos clásicos.

controlar por la política monetaria. Dicha liquidez varía en función de la estructura de tipos de interés, que es la pieza central del mecanismo monetario (Fernández et al, 2003: 77).

Para los poskeynesianos², el dinero es integral al proceso de producción capitalista. La oferta monetaria es endógena, conducida por la demanda crédito. La banca comercial raramente está restringida en términos de sus reservas por la existencia de cinco factores: i) el papel de prestamista de última instancia del Banco Central; ii) el acceso a la ventanilla de descuento; iii) las innovaciones financieras; iv) las operaciones fuera de balance; y v) el acceso a mercado financiero internos. Los bancos no esperan pasivamente los depósitos luego de suministrar los préstamos.

Es necesario profundizar en el estudio de la postura endogenista, pues nos proporciona nuevos elementos para comprender el acontecer actual, donde la libre movilidad de capitales trastorna el funcionamiento de los sistemas monetarios y financieros, principalmente en los países en desarrollo. Bajo esta premisa, en los siguientes apartados analizamos los principios que sustentan la postura endogenista y su influencia en el pensamiento de Keynes, para después ahondar en el pensamiento poskeynesiano y su actitud ante la regulación de la moneda.

1.2 El Dinero como estructura social

El presente apartado está dirigido a examinar la teoría del dinero-crédito y la teoría del dinero estatal, que son los cimientos de la postura endogenista. El dinero, que es emitido por una autoridad, implica la expresión de ciertas relaciones de poder entre diferentes grupos sociales. Existe un poder hegemónico que puede incidir sobre las relaciones de intercambio y que determina, qué es y cómo se cuantifica el dinero.³

1.2.1 La teoría del dinero crédito

Trata de explicar el papel del crédito bancario en el capitalismo, que empieza a funcionar como medio de cambio, y es emitido de manera independiente al emisor soberano.

Los principales impulsores de esta teoría fueron los teóricos de la Banking School, a principios del siglo XIX. Argumentaban que los instrumentos del crédito privado (letras de cambio y billetes de banco)

² Los poskeynesianos son una escuela o enfoque que de la economía basada en los trabajos realizados por Alfred Mitchell-Innes, George Friedrich Knapp y John Maynard Keynes, que analizan el papel del dinero en la economía. Según Rochon y Rossi (2003), podemos encontrar cuatro corrientes: i) los American Post Keynesians, encabezados por Davidson; ii) la corriente estructuralista, que parten del pensamiento de Minsky, destacando los trabajos de Pollin y Paley; iii) los poskeynesianos de Cambridge u horizontalistas, encabezada por Robinson, Kahn y Kaldor, y donde destacan los trabajos de Moore, Lavoie y Rochon ; y iv) los circuitistas, donde destacan los trabajos de Parguez y Graziani (Citado en Girón, 2005:140)

³ En contraposición, en la teoría del dinero mercancía se considera que el dinero es una mercancía que tiene incorporado un valor en sí mismo. Esta mercancía, al consolidarse como un equivalente general, permite el intercambio, agiliza la realización de las mercancías e incentiva la especialización de los productores. El dinero es, por lo tanto, un símbolo neutral

eran emitidos en respuesta a la demanda real para facilitar la producción y el comercio. Por lo tanto, la creación de crédito nunca puede ser excesiva y generar inflación (Ingham, 2004: 42).⁴

1.2.2 La teoría del dinero estatal

Para los greenbackers⁵ el dinero es una construcción social. La autoridad política establece la unidad y el estándar. El objetivo de esta unidad de valor abstracto es esencialmente la demanda de bienes del mismo valor. El dinero en sí mismo es una expresión de la compleja batalla entre, prestamistas y prestatarios, por un lado, y el Estado, por el otro (Ingham, 2004: 44). Identificar el oro con el dinero enmascara el control privado de los banqueros sobre un bien público, que podría estar bajo control popular.

Otra importante aportación la realiza Innes, a principios del siglo XX. Para este autor el dinero, en esencia, representa una medida abstracta de deudas. Innes crítica la teoría metalista, demuestra que el dinero es una representación abstracta del valor, y que la relación prestamista-prestatario denominada en moneda de cuenta tiene más de 200 años (Ingham, 2004: 46).

Los resultados de Innes son retomados por la Escuela Histórica Alemana. Knapp (1905) en el *State Theory of Money* expone que es absurdo tratar de explicar el dinero sin la idea del Estado. El dinero no es un medio que emerge del cambio. Más bien es un medio para establecer deudas, de las cuales las más importantes son las deudas de impuestos. El valor de las deudas son expresada en moneda de cuenta, la unidad en la que los pagos son expresados y el medio de pagos en que son expresados, son un asiento de una unidad de valor (Ingham, 2004: 48).

Knapp plantea que el Estado crea la moneda, establece la unidad de cuenta y fija las tasas de conversión en un sistema monetario metálico. El Estado, aunque no es el único emisor, establece la validez de la moneda. Las notas de crédito y billetes emitidos por los bancos llegan a ser dinero sólo cuando el Estado los acepta como pago de deuda de impuestos y son remitidos como pagos a los acreedores del Estado. Knapp define al dinero como un medio chartal de pago (unidad de valor abstracto) (Ingham, 2004: 48).

Knapp puso al descubierto la naturaleza política de la relación entre el garante de validez del dinero y sus usuarios. La moneda, en ese sentido, inevitablemente implica soberanía.

⁴ Por su parte la Currency School argumentaba que la cantidad de billetes bancarios deben corresponder la cantidad de barras de oro, las cuales pueden estabilizar los precios y proveer un mecanismo para regular el tipo de cambio.

⁵ Los greenbackers construyeron un movimiento político en los Estados Unidos durante la década de los setenta del siglo XIX. El movimiento Greenback, que incluso postuló candidatos la presidencia, abogaba por la emisión de papel moneda por parte del gobierno para respaldar a los deudores ante las dificultades que acarrea la deflación. La emisión de papel moneda debía de estar basada en “la fe y los recursos de la nación” y debía ser redimible en bonos del gobierno.

1.3 Moneda en Keynes

En esta sección se examinan las principales ideas de John Maynard Keynes en torno a la moneda. En *The Treatise On Money* (Tratado de Dinero), el dinero es una unidad de cuenta, que permite la cancelación de deudas, sancionada y adelantada por el Estado, para promover la producción y el intercambio; por lo tanto, la oferta de dinero es endógena las necesidades del sistema productivo. Por otra parte, en *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero), la política monetaria busca obtener la igualdad entre ahorro e inversión para mantener la estabilidad de precios. El dinero tiene el potencial para reactivar la economía. Sin embargo, en esta obra Keynes acepta el carácter exógeno de la oferta de dinero: el banco emisor puede controlar la oferta monetaria. Sobre estas y otras ideas se profundiza en el presente apartado.

En *Tratado de Dinero* Keynes presenta cambios en la teoría del dinero mercancía, tanto de la tradición de Cambridge (Jevons, Marshall y Pigou) como de los teóricos austriacos (Menger y Von Mises). Él combina la teoría del dinero crédito inglesa del siglo XIX con la demanda monetaria nominalista y la teoría del Estado (Ingham, 2004: 50).⁶

Los greenbackers construyeron un movimiento político en los Estados Unidos, en la década de los setenta del siglo XIX. El movimiento Greenback, que incluso postuló candidatos la presidencia, abogaba por la emisión de papel moneda por parte del gobierno para respaldar a los deudores, en particular, los granjeros, ante las dificultades que acarrearía la deflación. La emisión de papel moneda debía de estar basada en “la fe y los recursos de la nación” y ser redimible en bonos del gobierno. También abogaban por la suspensión del Banco Nacional de Moneda. Keynes comienza con un repudio a la ortodoxia: el dinero de cuenta es el primer concepto en la teoría del dinero. Es el Estado o la comunidad, y no el mercado el que decide la descripción de que cosa es dinero de cuenta y declara a que cosa, dinero en el sentido propio, corresponde el nombre (Ingham, 2003: 51). El Estado garantiza el valor de la moneda, fija la tasa de interés y la eficiencia marginal de la sociedad.

Keynes parte de la concepción cartalista del dinero desarrollada por Knapp.⁷ El chartalismo es una etapa en la evolución del dinero, es el paso de una economía de trueque a una economía monetaria, donde el

⁶ Las principales obras de estos autores son: *Theory of Political Economy* (Teoría de la Economía Política, 1871) de W. S. Jevons; *The Economics of Welfare* (La economía del Bienestar, 1920) de Alfred Marshall; *Wealth and Welfare* (Riqueza y bienestar, 1912) y *Unemployment* (Desempleo, 1914) de A. C. Pigou; *Grundsätze* (Principios de economía, 1871) y *On the Origins of Money* (El Origen del Dinero, 1892) de Carl Menger; y *Elements of Pure Economics, or the Theory of Social Wealth*, (Elementos de Economía Pura, 1874) de Leon Walras.

⁷ El cartalismo proviene de la palabra chart o carta, es decir, un papel sancionado por la comunidad, la sociedad y el Estado (Girón, 2005, 134)

dinero es una unidad de cuenta sancionada por el Estado (Girón, 2006: 35).

“... El eje central de la aportación de Keynes al estudio del dinero contemporáneo es la confianza depositada en el dinero como unidad de cuenta, a diferencia del dinero mercancía, dinero dirigido, dinero fiduciario y dinero bancario...” (Girón, 2006: 35).

En *Tratado del Dinero* Keynes define el dinero como un medio que permite la cancelación de deudas. El dinero es adelantado por el Estado para activar la producción y el intercambio. En palabras de Keynes: “...el dinero de cuenta es el *genero o título* y el dinero es la *cosa* en que se concreta...” (Keynes, 1930: 29).

El dinero corriente es el dinero del Estado o el dinero bancario en manos de la sociedad, la banca o el Banco Central, y a su vez, está constituido por el dinero renta, el dinero negocios y el dinero ahorro.

Por otra parte, el dinero bancario es un reconocimiento privado de deuda, expresado en dinero de cuenta, que se utiliza como dinero circulante para liquidar transacciones. El dinero bancario puede también representar una deuda del Estado. Éste ejerce su prerrogativa chartalista para declarar que esa deuda, por sí misma, puede liberar de una obligación. De esta manera, una forma bancaria concreta se transforma en dinero propiamente dicho, a lo que Keynes denomina dinero símbolo (Keynes, 1930: 30).

El Estado puede tener tres formas de dinero: dinero mercancía, dinero fiduciario y dinero dirigido. El primero, dinero mercancía, se refiere a una mercancía que ha sido elegida para asumir las funciones del dinero, es un patrón con un valor objetivo intrínseco. En segundo lugar, el dinero fiduciario es un dinero símbolo, cuyo valor intrínseco no tiene nada que ver con su valor nominal como dinero, es un papel símbolo. Por último, tenemos el dinero dirigido, que es parecido al dinero fiduciario, sólo que el Estado dirige las condiciones de su emisión, de tal manera que tenga un valor determinado en términos de un patrón objetivo (Keynes, 1930: 32).

Keynes también aborda asuntos relacionados con la gestión y dirección de los patrones de reserva. Un patrón de reserva es un dinero símbolo que se gestiona de acuerdo a un patrón objetivo consistente en una moneda de curso legal de otro país. Este autor aborda la creación de dinero bancario. Los bancos crean depósitos, crean derechos contra sí mismos; es decir, a través de los valores que reciben o por medio de las promesas de reembolsos que les hace. Pero a medida que los bancos crean depósitos, por otro lado, están cancelando depósitos constantemente, ya sea por las disposiciones de efectivo de sus clientes o para compensar operaciones con otros bancos. No hay límites a la cantidad de dinero que los bancos puedan crear siempre que se muevan al unísono. Sin embargo, se necesita de una cámara de compensación que permita la liquidación de operaciones entre los bancos. El Banco Central asume esta función, y al determinar la cantidad de dinero y sus depósitos marca el ritmo del dinero crédito.

Keynes pone en claro que *la utilización del dinero bancario domina sobre las otras clases dinero*. Contrariamente a lo que se creía, el dinero estatal es secundario, y la proporción entre ambos (dinero estatal sobre dinero bancario) varía con el tiempo. En la obra de Keynes se rompe con la teoría cuantitativa. Se explica el crecimiento de los precios como resultado tanto de factores por el lado de la demanda (ahorro-inversión), como por el aumento de las remuneraciones por encima de la producción ó inflación de costos.

Keynes reconoce el carácter endógeno de la cantidad de dinero: los bancos tiene la capacidad de crear una cantidad adicional de dinero. A través de operaciones en el mercado abierto el Banco Central trata de regular el tipo de interés y de forma indirecta actuar sobre la oferta monetaria, que a su vez puede afectar a la inversión o al ahorro. En *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* el objetivo fundamental de la política monetaria es obtener la igualdad entre el ahorro y la inversión, con lo que se conseguiría la estabilidad de precios.

Hicks al comentar la obra de Keynes menciona que utiliza tres teorías del dinero dentro de su Tratado de Dinero: i) la del ahorro y la inversión, teoría cuantitativa; ii) la teoría wickselliana de la tasa de interés natural; y iii) la preferencia por la liquidez, principal aportación de Keynes (Citado en: Girón, 2006: 36). En la *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* Keynes destaca el papel que el dinero puede tener para reactivar la economía. Por el lado de la demanda de dinero, Keynes distingue tres motivos por los que es demandado: a) el motivo transacción, relacionado con el gasto de los individuos; b) el motivo precaución, que representa la seguridad que representa el tener liquidez ante las contingencias imprevistas; y c) el motivo especulación, derivado de la incertidumbre que provoca desconocer el futuro de la tasa de interés. Keynes demostró que la demanda de dinero era sensible ante los movimientos de la tasa de interés, y en algún punto, esta demanda podría llegar a ser perfectamente elástica (Fernández et all, 2003: 79). Por el lado de la oferta de dinero, paradójicamente aceptó su carácter exógeno; es decir, el banco emisor puede controlar la oferta monetaria, y por tanto, puede controlar la tasa de interés de la economía, ante una demanda de dinero dada, postura que habrá de ser abandonada en sus escritos posteriores (Fernández et all, 2003: 79). En *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* Keynes se refiere a un solo tipo de interés de corto plazo, determinado por la oferta y demanda de dinero. Según este autor, el tipo de interés es un fenómeno monetario, cuya evolución está influida principalmente por la preferencia por la liquidez y por la oferta monetaria.

Keynes define la preferencia por la liquidez como la potencialidad que fija la cantidad de dinero que el público guarda cuando conoce la tasa de interés: $M = L(r)$ Donde M es la cantidad de dinero, R es la tasa de interés, y L es la preferencia por la liquidez.

En *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* Keynes consideraba que el principal papel de la política monetaria era mantener los tipos de interés a un nivel que lleve a una cuantía óptima de

inversión. Sin embargo, consideró que las autoridades monetarias tenían poco control sobre las tasa de interés y que había posibles rigideces del gasto privado ante las variaciones del tipo de interés (Fernández et all, 2003).

Keynes introduce otro factor que explica la demanda de dinero: el motivo financiero. Las empresas realizan sus inversiones ex ante, lo que provoca que las empresas tenga que solicitar fondos antes de que su proyecto se haya realizado de forma efectiva, se realiza una provisión financiera de fondos. En el planteamiento de Keynes el dinero es endógeno porque los bancos tienen la capacidad de crear medios de pago y con ello satisfacer la demanda adicional que generen los aumentos en las decisiones de invertir. Para Keynes el proceso de creación de dinero y de financiamiento bancario implica a la vez la generación de una asimetría entre el vencimiento de la deuda bancaria, que es de corto plazo, y las utilidades generadas por las inversiones, de largo plazo, por lo tanto para estabilizar este proceso se requiere del reciclaje de recursos generados por las inversiones (fondeo) a través del mercado de capitales, es decir, la captación del ahorro financiero que permita por un lado pagar las deudas bancarias de corto plazo y permita dar tiempo a que se generen las utilidades.

1.4 Poskeynesianos

Este apartado se abocará al analizar las principales posturas del pensamiento poskeynesiano con relación al dinero. Podemos encontrar tres enfoques principales: i) la postura acomodaticia u horizontalista; y ii) el enfoque estructuralista y iii) la corriente del circuito monetario. El pensamiento de Nicolás Kaldor influyó la postura horizontalista, mientras que los estructuralistas partieron de las ideas de Minsky y Davison. Por su parte, la corriente del circuito monetario es encabezada por Alain Parquez. Las coincidencias, así como las divergencias entre estas escuelas se analizan a detalle en esta sección.

En general, los poskeynesianos consideran que la oferta de dinero es endógena, determinada por la demanda de créditos y las preferencias del público. La credibilidad es la base de la creación de dinero (créditos y depósitos). En materia monetaria y financiera, los poskeynesianos consideran al dinero: i) como un factor importante y no neutral; ii) debe existir en cantidad suficiente para garantizar las operaciones del sector real; iii) resaltan la importancia del motivo financiero para demandar dinero; iv) aceptan el carácter endógeno de la oferta monetaria; y v) las entidades financieras tienen un papel relevante en la evolución de la economía (Fernández et all, 2003). A continuación se analizan las corrientes poskeynesianas antes mencionadas.

1.4.1 Postura acomodaticia u horizontalista

Las raíces del pensamiento horizontalista se encuentran en: Kaldor (1970-1976); Weintraub (1978), Moore (1988) y Arestis (1988). Para estos autores el Banco Central asume el papel de prestamista de última

instancia, acomodándose a la dinámica del sector real, y por lo tanto, evitando las crisis. La oferta monetaria está endógenamente determinada.

Kaldor critica el carácter exógeno de la oferta monetaria por las siguientes razones:

i) Las dificultades que el Banco Central tiene para que los agentes económicos restrinjan el empleo del dinero, especialmente cuando están altos los tipos de interés;

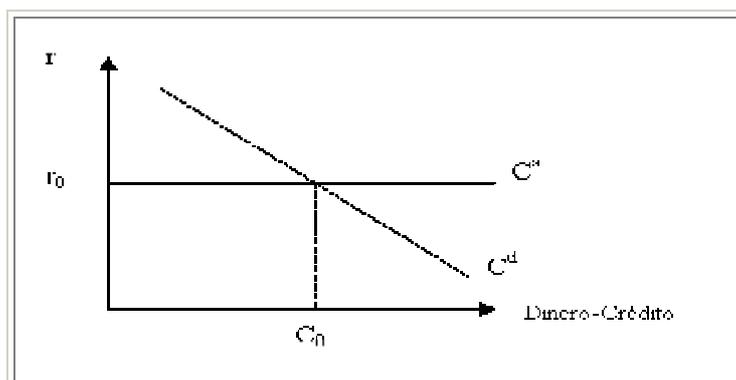
ii) La aparición de sustitutos del dinero (innovaciones financieras) cuando suben las tasas de interés, permite que el público requiera menor cantidad de efectivo para realizar sus pagos;

iii) La mayor disposición de recursos vía mercados internacionales, que facilitan a las empresas y particulares acceder a los recursos para continuar con sus actividades;

iv) El papel del banco emisor como prestamista en última instancia, para mantener la liquidez suficiente dentro del sistema bancario y así evitar los posibles colapsos en estas instituciones (citado en Fernández et al, 2003: 111).

La existencia de dinero crédito implica que la oferta de dinero sea horizontal. Kaldor argumenta que la política monetaria involucra la existencia de una tasa de interés dada, y no la existencia de un stock de dinero dado (Fernández et al 2003, 112). La cantidad de dinero existente se determina por la demanda, que es a su vez, determinada por la renta y la producción. El Banco Central tiene el control de las tasas de interés, que se convierte en un objetivo intermedio de la política monetaria, pero no de la oferta monetaria.

Gráfica 1



Fuente: Tomado de Rochon, L. P. (1999), Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach, Edward Elgar, Cheltenham, Capítulo 5, p.156.

Para los poskeynesianos horizontalistas la tasa de interés es una variable exógena y la oferta de dinero de curso legal se puede visualizar como perfectamente elástica. La demanda de crédito está inversamente determinada por la tasa de interés (véase la gráfica 1, donde r , C_d y C_o , son la tasa de interés, la demanda y la oferta de dinero crédito, respectivamente).

Arestis, retomando la idea de Kaldor sobre el papel acomodacionista de la Banca Central e incorporando elementos kaleckianos referentes al papel del dinero, desarrolla un modelo donde la oferta monetaria depende de: los préstamos al sector privado y público, y el saldo de la cuenta corriente y cuenta de capital con no residentes (Fernández et all, 2003: 113).

El modelo de Arestis está centrado en cuatro ideas principales: a) La cantidad de dinero está determinada por la capacidad crediticia del sistema; b) la banca comercial se preocupa sobretodo de la cantidad de crédito que pueda conceder, y en segunda instancia de su liquidez (por el papel de prestamista de última instancia del Banco Central); c) la importancia de las innovaciones financieras, que permite a la banca comercial obtener liquidez, generando nuevos activos, sin la necesidad de acudir a la Banca Central; y d) la política monetaria debe concentrarse en el manejo de las tasas de interés, utilizando el manejo de la tasa de descuento, operaciones en el mercado de dinero o por medio de la conducción de los flujos financieros del exterior. Alterando las tasas de interés el Banco Central puede incidir en la oferta monetaria (Fernández et all, 2003: 114).

Rochon, por su parte, desarrolla un modelo de intermediación bancaria, y centra su análisis en las relaciones que se establecen entre las empresas y la banca comercial, y entre la banca comercial y el Banco Central. En primer lugar, el financiamiento nace de la necesidad de recursos que tienen las empresas, por la brecha que existe en el tiempo entre sus ingresos y costos. La demanda de crédito determina el financiamiento. Estos recursos se canalizan al pago de salarios o inversión; y a su vez, generan ingresos, posteriormente, el flujo de estos recursos genera depósitos. Las necesidades de la producción determinan la demanda de crédito. Esta, a su vez, está influida por factores como la incertidumbre y los requisitos que impone la banca comercial para acceder a dichos recursos. En segundo lugar, el Banco Central debe actuar como prestamista de última instancia, respondiendo a las necesidades de efectivo del sector real y evitando las crisis financieras, estos objetivos definen su relación con la banca comercial *Esta interacción entre las empresas, la banca comercial y el Banco Central, determina que la oferta de dinero sea generada por el propio sistema monetario en sí, que el dinero sea endógeno* (Rochon, 1999:156).

La relación entre la banca comercial y la banca central genera dos importantes argumentos para el horizontalismo: i) la exogeneidad de la tasa de interés y ii) la endogeneidad de oferta de reservas de la banca central (Rochon, 1999: 158).

En primer lugar, el Banco Central, dentro de ciertos márgenes, tiene la capacidad para fijar las tasas de interés. Ésta se convierte en un precio burocráticamente determinado: “Para Moore la tasa de interés de corto plazo al mayorista es fijada por el Banco Central como el precio de una unidad adicional de oferta monetaria para el sistema bancario” (Rochon, 1999: 158).

El Banco Central fija la tasa de descuento, la banca comercial ajusta sus tasas alrededor de la misma. La existencia de una tasa de interés exógena

y una oferta de dinero horizontal rompe el vínculo ortodoxo entre la tasa de interés y el nivel de la actividad económica (Rochon, 1999: 159).

El segundo argumento central en el planteamiento horizontalista tiene que ver con *el carácter endógeno de las oferta de reservas de la banca central*. Esto tiene que ver con el papel de prestamista de última instancia que asume el Banco Central. Debido a su carácter acomodaticio los bancos centrales no tiene la capacidad para expandir o restringir la oferta monetaria. Como se argumentó anteriormente, cuando se extiende un crédito, se crea un depósito, y por lo tanto, el Banco Central no es capaz de determinar las variaciones en el stock de dinero. Por lo tanto, la reserva es endógena, y está determinada por la demanda de reservas de la banca comercial (Rochon, 1999: 169).

Eichner identifica dos tipos de comportamientos de endogeneidad en las reservas: a) el comportamiento acomodaticio del Banco Central: el Banco Central ofrece reservas adicionales como resultado del incremento en las en los préstamos de los bancos comerciales; y b) el comportamiento defensivo, el componente de las operaciones es de mercado abierto, compras y ventas de valores gubernamentales, que compensa la entrada o salida de estos flujos en el sistema monetario-financiero (Rochon, 1999:164). Para poder analizar, en específico, la relación entre el Banco Central y la banca comercial, podemos clasificarlas en dos tipos: i) economías de endeudamiento, la banca comercial se endeuda frente al Banco Central y el dinero es endógeno; y ii) economías de mercado, donde la moneda es exógena y está bajo control de la banca central. En el primer tipo de economías, el carácter endógeno del dinero es patente. En el segundo tipo, los bancos no piden prestado al Banco Central, y por tanto, recurre a dos tipos de operaciones: vende bonos del Tesoro a fin de conseguir recursos (OMAS) o mueve los depósitos bancarios del gobierno. Si se transfieren estos depósitos del Banco Central a un banco privado, el Banco Central lo anota como un crédito para éste, creando las reservas que necesita el mismo (Lavoie, 2004:71).

En el segundo caso, cuando la banca comercial mueve los depósitos bancarios del gobierno, el gasto de éste se carga en el balance del Banco Central, y se crean reservas para la banca comercial, puesto que el dinero de curso legal será trasferido a una cuenta bancaria (Lavoie, 2004:71). La demanda de crédito está determinada por las necesidades de los prestatarios y que estos préstamos crean depósitos, consecuentemente, la oferta de dinero, las reservas bancarias y el dinero de alta potencia varían endógenamente en respuesta a los cambios en la demanda de dinero y crédito.

Para Rochon, la creación de dinero es endógena porque los bancos satisfacen la demanda adicional de dinero. Estos no tienen que preocuparse por la obtención de reservas adicionales debido a que el Banco Central, en su papel de responsable de la estabilidad del sistema de pagos, las proveerá. El Banco Central impone la tasa a la que se obtienen las reservas dependiendo de los objetivos que persigue. Por lo tanto, la creación de dinero bancario, siguiendo el pensamiento de Rochon, tiene sus límites en la rentabilidad de los préstamos que otorgue.

Otro factor relevante es el papel de las divisas extranjeras en el activo del Banco Central, donde podemos analizar el fenómeno de la compensación. En las economías de endeudamiento el incremento de las divisas queda compensado por el crecimiento del crédito, por lo tanto, no hay cambios en la base monetaria. Mientras que en las economías de activos, la compensación se lleva a término por iniciativa del Banco Central. Las reservas excedentes son “esterilizadas” por el Banco Central, quién emite bonos del Tesoro que son comprados por la banca comercial (Lavoie, 2004: 73).

En el modelo poskeynesiano es la inversión lo que determina el ahorro. A su vez, los precios y el nivel de producción inciden en la cantidad de dinero, y no al revés. No obstante, los avances que significó el pensamiento horizontalista para comprender el comportamiento del sistema monetario actual, también ha surgido una serie de contra-argumentos que ponen en duda sus principales postulados. La principal crítica se centra en la carencia de una posición acomodaticia total por parte del Banco Central.

1.4.2 El enfoque estructuralista

Los estructuralistas parten del análisis de una economía capitalista con un complejo y sofisticado sistema financiero, su objeto de estudio está en la acumulación de capital y la posibilidad de una crisis financiera (Rochon, 1999). Tanto el dinero crédito como la tasa de interés se consideran variables endógenas. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky analiza el impacto del crédito en el sistema económico, y la forma en que deudas son validadas. Especialmente, este autor, se interesa por el impacto del financiamiento en las hojas de balance de los prestamistas, así como de los prestatarios.

En el boom, como las deudas crecen, las tenencias de efectivo y de liquidez disminuyen y los portafolios son financiados como deudas, por lo tanto, llegamos a posiciones de mayor riesgo. Las empresas y los bancos compiten entre sí, apoyándose en el endeudamiento, esto provoca inflación en el sector bursátil e inmobiliario. La tasa de interés de corto plazo, por su parte, será mayor a medida que crece el riesgo, y en consecuencia, se considera una variable endógena en función de la demanda de créditos.

El estructuralismo está basado en cuatro argumentos básicos:

- a) carencia de acomodación del Banco Central;
- b) relación entre el apalancamiento y la tasa de interés (liquidez de las firmas);
- c) relación entre préstamos bancarios y tasa de interés de los préstamos (iliquidez de los bancos); y
- d) el grado de presión sobre la liquidez.

Dados los argumentos anteriores, los estructuralistas consideran que la curva de oferta monetaria tiene pendiente positiva, independientemente de la posición acomodaticia del Banco Central.

La banca comercial regula la demanda de créditos, estos préstamos bancarios que otorgan crean activos financieros líquidos (depósitos), los préstamos crean depósitos; por lo tanto, la demanda de crédito determina la oferta monetaria (Niggle, 1991).

Para los estructuralistas el mecanismo para justificar la endogeneidad es el siguiente: las entidades crediticias tratan de prestar una cantidad máxima de recursos posible, lo que los lleva a buscar mayores recursos independientemente de su cantidad de reservas, con el posible aumento de los tipos de interés que afecta negativamente a la inversión. A medida que las restricciones en la cantidad de dinero sean mayores, los tipos de interés serán más altos. Para evitar esto el banco emisor debe permitir un aumento en la cantidad de dinero para el sector real (Fernández et all, 2003: 118).

El grado en que la oferta monetaria es determinada depende de varios factores institucionales: a) formas de la moneda en circulación; b) prácticas bancarias; c) sistemas de tipo de cambio; d) organización de los mercados financieros; e) objetivos del Banco Central; y f) técnicas y objetivos operativos. El grado de desarrollo de un sistema financiero en particular está determinado por sus características institucionales específicas (Niggle, 1991).

Las distintas versiones de la teoría monetaria endógena difieren con relación: a) el periodo de tiempo de análisis; b) el grado de endogeneidad; c) los factores que son más importantes en el grado de endogeneidad; y d) la naturaleza y la dirección entre actividad económica, demanda de créditos, el nivel de precios y la oferta monetaria.

La teoría del dinero endógeno tiene los siguientes elementos: La demanda de crédito bancario es ajustada en el corto plazo por los prestamistas (la banca comercial) a través de facilidades de descuento, líneas de crédito pre-arregladas y acuerdos de tarjetas de crédito. El Banco Central se adapta a las necesidades de reservas del sistema bancario, por lo tanto la oferta de reservas bancarias es elástica en el corto plazo.

Para los estructuralistas la oferta monetaria es vista como parcialmente endógena. El grado de endogeneidad está en función de los objetivos del Banco Central y del desarrollo del sistema financiero en su conjunto. Por ejemplo, podemos observar en la tabla 1 las características del sistema financiero monetario de los Estados Unidos desarrollado por Niggle.

El grado de exogeneidad/endogeneidad de la oferta monetaria está determinado por la forma en que se vinculan los sectores bancario y financiero entre sí, y con el resto de la economía. También está determinado por la conducta de los instituciones del mercado financiero y sus operadores, si sólo reaccionan mecánicamente o si son empresarios buscadores de ganancias.(Minsky, 1991: 209)

Los estructuralistas, al igual que los horizontalistas, consideran que los préstamos crean depósitos. Sin embargo, consideran que el Banco Central no siempre proporciona las reservas necesarias, ya que teme efectos adversos sobre el nivel de precios y el tipo de cambio. Además no cuenta con información perfecta para proveer las reservas necesarias. Por estas razones, el Banco Central busca controlar la expansión o de las operaciones de ventanilla de descuento, es decir, no siempre asume una postura acomodaticia. La carencia acomodaticia del Banco Central amenaza la endogeneidad total de la oferta monetaria.

Ante la incapacidad o temores del Banco Central para proveer las reservas, la banca comercial recurre a la administración de pasivos, lo que implica presiones sobre la tasa de interés, que a su vez pueden ser contrarrestadas por medio de innovaciones financieras. Sin embargo, el manejo de pasivos no proporciona las reservas necesarias para satisfacer la demanda.

Tabla 1

Etapas en el desarrollo del sistema financiero en los Estados Unidos

ETAPA I	ETAPA II	ETAPA III	ETAPA IV	ETAPA V
<ul style="list-style-type: none"> -Economía con dinero mercancía con estricto respaldo en oro. -Subdesarrollo del sistema bancario. -La cantidad de dinero está determinada por: flujos de comercio, inversión extranjera y producción de oro. 	<ul style="list-style-type: none"> -Una fracción de los depósitos se introduce como reservas bancarias. -Uso del pagaré bancario como medio de cambio. -No hay requerimiento de reservas legales. -Ms algunas veces es elástico. -Multiplicador monetario = $f(\text{demanda de créditos, préstamos correspondientes y prudencia bancaria.})$ 	<ul style="list-style-type: none"> -Se crea el Banco Central. -Se imponen requerimientos de Rv. - Si el Banco Central permite OMAS y accesos a ventanilla de descuento, la exogeneidad de Ms aumenta. 	<ul style="list-style-type: none"> - técnicas en el manejo de pasivos -técnicas en el manejo de activos. -uso de líneas de crédito, por lo tanto los clientes expanden la demanda. -el volumen de préstamos bancarios está determinado por la demanda de créditos. - expansión de Cd resulta en la creación de dinero 	<ul style="list-style-type: none"> -Autoridad monetaria actuando como PUI previene la inestabilidad financiera. -Se restringe la habilidad para controlar la Rv bancaria. -Ante una crisis, el Banco Central liquidando los depósitos de los intermediarios financieros a través de OMAS o por medio de ventanilla de dcto.
<ul style="list-style-type: none"> -Ms es exógena Estados Unidos en las décadas inmediatas a la 	<ul style="list-style-type: none"> -Ms algunas veces es endógenamente determinada 	<ul style="list-style-type: none"> La oferta monetaria es exógena. Sistema financiero después del 	<ul style="list-style-type: none"> Ms es endógeno en mayor medida 	<ul style="list-style-type: none"> Ms es endógeno Actual

post revolución		establecimiento de la FED.		
--------------------	--	-------------------------------	--	--

Fuente: Niggle, J. Christopher “The endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal” en Journal of Economic Issues. Vol XXV, No. 1, marzo 1991.

La preferencia por la liquidez de los bancos, medida por las razones activo-capital y reserva-activos, es un factor fundamental en la determinación del precio y la cantidad de créditos. A medida que la razón activos capital disminuye aumentan las tasas de interés en el corto plazo. La iliquidez de los prestatarios también contribuye a incrementar la tasa de interés en el corto plazo.

La endogeneidad del dinero tiene importantes consecuencias, significa que un incremento en la liquidez depende más de la preferencia por la liquidez de los bancos y los prestatarios, que de la intervención directa del Banco Central.

1.4.3 La teoría del circuito monetario

El principal representante de esta escuela es Alain Parguez que identifica dos modos de producción: el modo de producción coercitivo (MPCO) y modo de producción monetario (MPM). Este último es característico de las relaciones capitalistas y su núcleo fundamental está regido por 5 propiedades básicas: 1) los empresarios son propietarios privados de los recursos productivos; 2) el trabajo es libre; 3) el valor de la producción se realiza en los mercados que son los espacios donde se gasta el dinero; 4) el Estado monetario crea dinero para gastar a fin de garantizar la producción de valores colectivos; los bancos, bajo el soporte del Estado, crean dinero para permitir la acumulación a las empresas; y 5) las empresas determinan libremente la inversión sin estar ligados al ahorro (Parguez, 2006:47).

El dinero tiene cuatro propiedades básicas en el MPM: i) es creado para ser destruido; ii) está fundado sobre una doble relación de endeudamiento; iii) en sí no tiene la función de reserva de valor; y iv) es siempre endógeno (Parguez, 2006, 47). El dinero vale porque es aceptado, esto es, por las consecuencias que originan su gasto inmediato.

El dinero es creado para permitir la acumulación privada y la producción de bienes colectivos por parte del Estado. En la fase de flujo, las empresas necesitan cubrir sus costos de producción y realizar la inversión privada. El Estado, por su parte, tiene que cubrir los costos de bienes colectivos y la inversión en capital colectivo. En la fase de reflujo el dinero es destruido: el valor de la producción se realiza en las compras, por parte de las empresas, y en los impuestos, que son los precios de los bienes colectivos que impone el Estado (Parguez, 2006).

El dinero está regido por los principios de la contabilidad capitalista (activo, pasivo y saldo), es decir, se rige por una doble relación de endeudamiento. Los bancos, con el respaldo del Estado, están obligados a proporcionar a la sociedad los medios para realizar la producción,

títulos de deuda en unidad de cuenta, depósitos que aparecen en el pasivo de los bancos. Éstos son otorgados como créditos a las empresas, que necesitan cubrir sus costos de producción e inversión, que aparecen en el activo de los bancos. La restitución del depósito hace desaparecer el dinero crédito de los bancos (Parguez, 2006:48).

El Estado debe garantizar la perfecta convertibilidad del dinero creado por los bancos en el dinero que genera él para sus gastos. El Banco Central surge para que el Estado ejerza su poder monetario.

El dinero que genera el Estado para sus gastos aparece como un pasivo en el Banco Central, y está formado por billetes de banco y las reservas de los bancos (títulos simbólicos de deuda del Estado) cuando la conversión en dinero bancario es instantánea. El activo del Banco Central es un derecho de cobro del Estado sobre la sociedad. Esta deuda es saldada con los impuestos por la sociedad, y es la contrapartida de una fracción del dinero creado por el Estado y el dinero bancario (Parguez, 2006:125).

Los impuestos retiran dinero del sector privado, y permiten controlar la capacidad de gasto y ahorro del mismo, y la voluntad de ahorro de los rentistas. Los impuestos imponen la existencia del dinero estatal, destruyen dinero que es canalizado al Estado (Parguez, 2004:44).

Existen tres casos posibles, que corresponden al saldo contable del Estado:

- i) Equilibrio fiscal (la deuda fiscal es igual al gasto del Estado), el pago de impuestos destruye tanto dinero fue creado por el Estado.
- ii) Déficit fiscal, la sociedad dispone más dinero para sus gastos que el que fue creado por los bancos.
- iii) Superávit fiscal, la sociedad dispone de un gasto menor que el que fue creado por los bancos, refleja la fracción del dinero bancario que fue destruida por el pago de impuestos (Parguez, 2006:49)

El Estado controla el gasto privado que dispone la sociedad para su consumo y las empresas para su acumulación, por medio de los impuestos.

El dinero es siempre endógeno. Los bancos generan dinero crédito y permiten alcanzar el objetivo de la acumulación al sector privado. El dinero estatal, por su parte, es perfectamente endógeno, y permite la producción de bienes colectivos. El Banco Central surge para garantizar la convertibilidad del dinero crédito, por lo tanto, es perfectamente acomodacionista.

El valor producido por el sector privado, una vez que se han pagado los costos de producción, se reparte entre las empresas y el sector rentista (que incluye a los bancos). Éstos últimos perciben intereses pagados por los títulos de renta que emiten las empresas. Suponiendo que el ahorro de los asalariados es nulo, la totalidad del ahorro procede de los rentistas puros, es decir, del capital financiero.

Los bancos tienen por objetivo la acumulación de riqueza neta, pero este beneficio neto sólo puede ser gastado en activos financieros. Los bancos adelantan intereses a las empresas y éstas acumulan una mayor deuda con el capital financiero.

El Banco Central impone la tasa de interés, a un nivel que evite la conversión del capital líquido en dinero generador de inflación. Tres proposiciones explican la perfecta exogeneidad de la tasa de interés: 1) la tasa de interés proviene de la acumulación deseada por los bancos; 2) el Banco Central controla los costos financieros de los bancos, sobretodo el que se impone al capital líquido; 3) Dada una tasa de acumulación bancaria fija, el crecimiento de la preferencia por la liquidez provoca un aumento en la tasa de interés, es decir, se elevan sus costos (Parguez, 2006:129).

No existe una relación entre la tasa de interés y el nivel de crédito, para mantener su tasa de acumulación bancaria, los bancos deben prevenir la depreciación del stock accionario, el valor global de las empresas, que refleja las expectativas de beneficios de éstas. La lucha contra la inflación, el precio unitario de la producción, reflejan la necesidad de mantener una tasa de rendimiento mínima, por parte de las empresas, para acceder al crédito (Parguez, 2006)

El Estado está obligado a compensar a los bancos con obligaciones que le dan los mismos intereses que ellos imponen a las empresas. Los bancos pagan estas obligaciones con sus reservas excedentarias se anulan en la cuentas del Estado. *La deuda pública permite la acumulación de los bancos* y tiene tres propiedades fundamentales:

- sirve para neutralizar los desposeimientos de los bancos en la persecución de sus objetivos de acumulación, no neutralizan déficit.
- “Garantiza que la tasa de interés sea igual a la tasa de interés cargada a los bancos, dependiendo así la tasa de interés del Banco Central. Los intereses de la deuda pública forman parte de los gastos públicos, y por tanto, de la creación de dinero.
- En el largo plazo, su tasa de crecimiento debe ser igual a la tasa de incremento de la riqueza neta deseada por los bancos cuando esta no es realizada por el aumento del endeudamiento de los bancos” (Parguez, 2004:57).

En síntesis, para los poskeynesianos el dinero es endógeno, ya sea totalmente o parcialmente, es una expresión de ciertas relaciones sociales, de un determinado arreglo institucional y responde a las necesidades del sector productivo e incide sobre él. El Banco Central, como agente financiero del Estado, es el encargado de mantener la estabilidad en el valor de la moneda, ya sea para permitir la viabilidad de los proyectos del sector productivo o para mantener la rentabilidad del sector financiero. Los distintos mecanismos en como pueden darse estos procesos, ya fueron antes descritos. Ahora centremos nuestra atención en los problemas que la libre movilidad de los flujos de capital han acarreado para la regulación de la moneda.

1.5 Inestabilidad financiera, mercados de capital y regulación monetaria

Esta última sección abordará aspectos cruciales que caracterizan a la globalización financiera, como la libre movilidad de capitales, la creciente inestabilidad financiera y los procesos de inflación financiera en los mercados de capital. Asimismo se analizan los instrumentos con que cuenta el Banco Central para la regular la liquidez ante un entorno de desregulación financiera. Los denominados países emergentes generalmente cuentan con un déficit externo crónico y deben atraer capitales externos para financiar su crecimiento; con tal fin mantienen tasas de interés reales relativas altas y un tipo de cambio estable, que aseguran las condiciones de pago al capital financiero. Sin embargo, esto implica incurrir en crecientes costos para regular la moneda con cargo al erario público, ya que los bancos centrales utilizan principalmente la compra-venta de deuda pública para regular la expansión de la base monetaria. Estos temas se desarrollan con detalle en los siguientes apartados.

1.5.1 Desregulación de los flujos internacionales de capital y el Banco Central

La libre movilidad de capital exige que los bancos centrales de los países emergentes se centren en dos prioridades: mantener la moneda estable y alejar la incertidumbre del tipo de cambio. Tarea sumamente difícil y con un alto costo, si tomamos en cuenta el tamaño de dichos flujos y los factores que los determinan.

A partir del rompimiento de Bretton Woods, con el colapso de la convertibilidad del dólar en 1971 y de los tipos de cambio fijo en 1973, la estabilidad financiera ha estado determinada por los flujos de capital financiero privado, que tiene por objeto financiar el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, estos flujos son insostenibles en países con un déficit crónico sujeto a crisis de deuda o de tipos de cambio. Estos flujos de capital privado, ya sea de portafolio o bancarios de corto plazo, son insostenibles, ya que conllevan obligaciones bancarias en moneda extranjera, cuyos retiros son únicamente pospuestos por la inflación financiera (Toporoswky, 2004: 226).

Podemos encontrar tres factores que inciden sobre la base monetaria: i) el saldo del comercio exterior, que determina el aumento de divisas y sus efectos sobre las reservas del Banco Central; ii) las operaciones de mercado abierto (OMAS), que es la venta o compra de deuda pública; y iii) el crédito que el Banco Central otorga a la banca comercial.

El Banco Central cuenta con tres importantes instrumentos para el control de la oferta monetaria: a) los requerimientos de reserva de la banca comercial en el Banco Central, instrumento poco eficaz dado el desarrollo de la innovación financiera; b) la tasa de interés, cuyo potencial está relacionado con las tasas de interés en otras latitudes, pero que pueden afectar el financiamiento corporativo; c) las operaciones en

el mercado abierto, que tienen reducido efecto fuera del mercado financiero (Toporoswky, 2004: 227).

La tasa de interés tendrán éxito en atraer capitales, dependiendo de su relación con la tasa de interés externa. El margen entre ambas estará determinado por el riesgo país. No obstante, la tasa de interés tiene efectos sobre el riesgo corporativo. Las grandes empresas piden créditos en el mercado externo, y por tanto, se hacen más vulnerables ante el riesgo cambiario.

En los países en desarrollo, se utilizan las OMAS para imponer una tasa de interés a través de un número creciente de instrumentos financieros. Las OMAS tiene un efecto reducido con respecto a la liquidez del sistema bancario, tiene efectos en los mercados donde estos títulos son comprados y vendidos por el Banco Central: si el Banco Central vende títulos para reducir la liquidez y los bancos restauran dicha liquidez vendiendo bonos en el mercado de acciones, habrá una caída en el mercado de acciones que puede influir sobre los mercados de capital (Toporoswky, 2004: 229).

La eficiente instrumentación de las operaciones de mercado abierto requiere de la existencia de un mercado de dinero profundo y desarrollado. De no ser este el caso, las operaciones de mercado abierto del Banco Central pueden generar distorsiones en el funcionamiento de dicho mercado. La falta de desarrollo de los mercados de dinero de distintos países obligó a los bancos centrales a recurrir a la utilización de instrumentos que no eran de mercado, tales como los requerimientos de reserva, para llevar a cabo sus acciones de política monetaria.

El Banco Central influye en el mercado de capital vía operaciones en el mercado abierto. Esto puede provocar inflación o deflación en el mercado de capitales, y por tanto influye en las hojas del balance corporativa, incentivando o desincentivando la inversión.

Desde 1971 no existe un sistema de convertibilidad universalmente aceptado: los tipos de cambio fluctúan. El mundo opera con dos sistemas de convertibilidad: a) monedas de reserva; y b) monedas que no asumen esa función. La mayor parte de los bancos centrales emiten moneda cuya convertibilidad depende de que sus tenedores sean capaces de efectuar un intercambio por monedas extranjeras. El estándar de convertibilidad es una mercancía que se importa y la oferta monetaria, que se convierte en dicha mercancía que se importa a una tasa fija, está limitada por el volumen de mercancía que se importa (Toporoswky, 2004: 231).

La importación o exportación de monedas puede suavizar las fluctuaciones del déficit o superávit comercial. Un déficit crónico genera deuda externa y la ruptura de la convertibilidad de las monedas.

Los países en desarrollo semiindustrializados con déficit comercial crónicos deben asegurar un flujo de capital para financiar el déficit. Los bancos centrales de dichas naciones requieren mantener estable la convertibilidad de sus monedas nacionales para importar monedas extranjeras (Toporoswky, 2004: 233).

1.5.2 La hipótesis de la inestabilidad financiera

También podemos retomar la hipótesis de la inestabilidad financiera para explicarnos las diversas estrategias que utiliza el Banco Central para mantener la moneda estable en los países en desarrollo, sobretodo para explicarnos la función que tiene la acumulación de divisas en el Banco Central, que implican un alto costo social.

La inestabilidad financiera puede ser el estado normal de los mercados financieros. Hyman Minsky desarrolló la hipótesis de la inestabilidad inherente:

“la tendencia a la inestabilidad de la deuda se explica por el desarrollo de estructuras de deuda que no se pueden validar ni por los flujos de caja ni por los precios de los activos cuando se deja que a ambos los determine las libres fuerzas del mercado” (Mántey, 2000: 1076).

Las empresas operan hoy con una corriente de obligaciones de pago heredada del pasado y al financiar sus inversiones presentes establecen una corriente de obligaciones para el futuro. A fin de esclarecer la manera en que se pasa de un sistema financiero robusto a uno frágil, Minsky clasifica a las empresas en tres grupos: i) empresas cubiertas, para las cuales los flujos de caja siempre exceden a los flujos privados; ii) empresas especulativas, en las que durante un breve periodo inicial el flujo de caja sólo alcanza para cubrir los intereses, pero no las amortizaciones, de modo que requieren financiamiento; y iii) empresas Ponzi, donde los flujos de caja iniciales son insuficientes incluso para pagar intereses de los préstamos, por lo que se requiere un mayor refinanciamiento (Mántey, 2000: 1072).

La evolución natural de las prácticas financieras durante los periodos de prosperidad transforma un sistema financiero robusto en un sistema financiero frágil. En esta etapa del ciclo existe un doble incentivo para que las empresas cubiertas se transformen en especulativas o Ponzi: En primer lugar, porque éstas, siendo las más solventes, son a las que los banqueros tratan de persuadir para que lleven a cabo proyecto de inversión de largo plazo financiados con crédito. En segundo lugar, porque a ellas también les conviene aumentar su rentabilidad y valor de mercado invirtiendo en proyectos de largo plazo financiados con deuda (si la tasa de interés es menor que la tasa de ganancia) (Mántey, 2000).

Este esquema de estructura de endeudamiento puede ser aplicado al endeudamiento soberano de los países. Un país que pide prestado en moneda extranjera tiene que obtener las suficientes divisas extranjeras para hacer frente a sus compromisos de pago. Estas divisas provienen de un saldo positivo en la cuenta corriente, de reservas de divisas extranjera previamente acumuladas, de pasados superávits en la cuenta corriente, o de contratar más deuda externa (Kregel, 2006:319). Un país en desarrollo que complementa con préstamos internacionales positivos netos, está funcionando con un perfil Ponzi, pues los intereses y amortizaciones sólo pueden cumplirse con préstamos externos adicionales

El flujo de recursos corre en forma de préstamos de los países desarrollados a los países en desarrollo, va acompañado de una balanza en cuenta corriente negativa en estos últimos. El servicio de la deuda sobre el monto acumulado de pasivos externos tendrá que ser cubierto con préstamos externos.

Existen dos estrategias asegurar la continuidad en los préstamos: construir *capital real* o construir *capital financiero*. La primera estrategia implica generar proyectos de inversión que permita una mayor participación de las exportaciones netas en el PIB, lo que implica incrementar la productividad interna. La segunda estrategia tiene por fin mantener la credibilidad y confianza del prestamista, para asegurar el pago de los compromisos de la deuda. El éxito de esta estrategia puede medirse por la prima de riesgo que tiene que pagar por sus pasivos en moneda extranjera. Dada la desregulación de los flujos de capital, muchos países en desarrollo endeudados tienen que restringir el crecimiento en sus economías, para lograr un superávit en la cuenta de corriente (Kregel, 2006:322).

La tasa de interés está fuera de control de los países en desarrollo, su único control está en la prima de riesgo. El compromiso de pagar se demuestra restringiendo el gasto de gobierno e incrementando la carga impositiva, en particular, se busca lograr un superávit público primario (balance nominal del presupuesto menos pagos netos intereses por la deuda pendiente). No obstante predomina un déficit público nominal global (Kregel, 2006:325).

En síntesis, en un contexto de libre movilidad de capitales, los países en desarrollo deben mantener el flujo de capitales para financiar su déficit en cuenta corriente. Esto, cómo hemos visto, conlleva mayores obligaciones bancarias en moneda extranjera, que son solventadas manteniendo la rentabilidad y confianza del capital financiero, es decir, manteniendo un esquema de financiamiento Ponzi, que se hace evidente cuando la crisis estalla.

1.5.3 Teoría de la inflación en los mercados de capital

La libre movilidad de capitales también implica pérdidas en términos de los efectos que puede generar la inflación financiera sobre la liquidez de las empresas, y sobre los costos que el Banco Central tiene que asumir para mantener la rentabilidad del capital financiero.

Para Toporowsky el mercado de capital, entendido como el mercado de títulos a largo plazo, se caracteriza por un exceso de fondos con relación a un volumen modesto de ventas netas de títulos por parte de los emisores. Las entradas de fondos determinan el nivel de operaciones y la liquidez de este mercado. Una parte de las entradas es retirada por el gobierno mediante la emisión de títulos (bonos) y, otra parte, a través de obligaciones que emiten las empresas. El exceso de fondos en el mercado de capital determina que crezca el volumen de operación y los precios de las acciones. Si este proceso se prolonga por un largo periodo de tiempo tendremos una inflación en el mercado de capitales (Toporowsky, 2006: 157).

La inflación en el mercado de capitales estimula la demanda de títulos de largo plazo por parte de los inversionistas financieros, ya que además de obtener ingresos por dividendos e intereses, consiguen ganancias de capital. (Toporowsky, 2006: 158)

“La inflación financiera determina que las empresas puedan crecer de manera independiente a su crecimiento orgánico. Ante la abultada demanda de títulos de largo plazo, las empresas pueden emitir mas acciones de capital variable por un monto de ingresos menores que antes y aun costo inferior. Pueden sacar sus excesos de capital y usarlos para comprar activos financieros” (Toporowsky, 2006:159)

Siguiendo el pensamiento Toporowsky, el mercado de capitales en una era de inflación financiera se convierte en un medio para absorber liquidez de las empresas. La inflación en el mercado de capitales destruye toda relación entre el precios de las acciones y las ganancias esperada, derivadas de cualquier de los activos de capital productivo subyacente (Toporowsky, 2006: 160).

La inflación en los mercados de capital es inducida por dos factores: a) uno estructural, el déficit crónico en la balanza de pagos de los Estados Unidos. Desde que se impone el patrón dólar en el sistema monetario (1944), esta moneda es utilizada para realizar pagos internacionales y como la principal moneda convertible. Los gobiernos, bancos e instituciones financieras están interesados en acumular fondos en dólares. Estos fondos han abultado los capitales financieros en economías abiertas a la inversión extranjera. b) un factor económico político, el aumento de los fondos de pensiones (Toporowsky, 2006: 162).

1.5.3.1 Inflación financiera en los mercados en desarrollo

Los países en desarrollo se caracterizan por un uso más limitado del crédito. El efectivo se utiliza para más transacciones en la economía. El sistema bancario es más vulnerable a las pérdidas de efectivo. Este

factor es importante si existen límites a la emisión de billetes y monedas con el fin de controlar la inflación o para controlar la entrada de capitales extranjeros (Toporoswky, 2006: 164).

Los flujos de capital financiero no sólo fomentan la inflación financiera, sino que fomentan la inversión especulativa en capital fijo y bienes raíces.

En los países en desarrollo el sistema de crédito está concentrado en unas cuantas instituciones, esto implica que una inflación financiera pueda conducir a una fuga de capitales.

En la década de los setenta, se promovió la apertura de los mercados financieros a los flujos de capitales en los países en desarrollo, con el argumento de que remediarían la escasez de ahorro. Sin embargo, la apertura a los mercados financieros de los países en desarrollo, promovida desde los años setenta, llevó a una inflación en los mercados de capital más acelerada que en los países desarrollados (Toporoswky, 2006: 164).

1.6 Conclusiones

La regulación de la moneda, ante un escenario de libre movilidad de capitales, hace necesario revalorar los alcances de la política monetaria, las funciones que asume el Banco Central, los objetivos que éste persigue y los costos que la sociedad debe asumir para mantener la rentabilidad del capital financiero. El debate sobre la endogeneidad o exogeneidad del dinero determina las formas en que éste puede o no incidir sobre factores reales, si el Banco Central es capaz de controlar la oferta monetaria y la eficacia de los instrumentos con que cuenta el Banco Central para garantizar un entorno estable para la moneda.

Desde comienzos de siglo XX existe un consenso entre algunas de las escuelas del pensamiento económico: el dinero es exógeno; sólo actúa como medio de cambio, facilita el trueque, por lo tanto es neutral; y su valor puede ser explicado por las leyes del mercado. El dinero, por lo tanto, se supedita a las necesidades de la economía real. De manera alterna a esta postura, Keynes en *The Treatise On Money* recobra los principios de la teoría del dinero crédito y la teoría del dinero estatal, desarrolladas por Innes y Knapp, respectivamente. El dinero es un medio para la cancelación de deuda que el Estado adelanta para activar la producción y el comercio. La credibilidad es la base de la creación de dinero. El dinero es endógeno porque los bancos tienen la capacidad de crear medios de pago, bajo la supervisión del Estado, que responden a la necesidad de inversión del sector privado. El pensamiento poskeynesiano retoma estos principios y considera al dinero como algo no neutral e integral al proceso productivo. Los bancos no esperan pasivamente los depósitos para suministrar los préstamos. También resaltan el papel motivo financiero para determinar la demanda de dinero y el papel de las entidades financieras. Podemos encontrar tres grandes corrientes dentro del pensamiento poskeynesiano con relación a la naturaleza del dinero: i) la postura acomodaticia; y ii) el enfoque estructuralista y iii)

la corriente del circuito monetario. Cada escuela rescata aspectos relevantes que pueden ayudarnos a explicar la regulación de la moneda.

La postura acomodaticia implica que el Banco Central no tiene control sobre la oferta monetaria, sólo sobre las tasa de interés. La cantidad de dinero está determinado por su demanda, que a su vez, está regida por la producción y la renta. De esta forma, tendremos una tasa de interés exógena y una oferta de dinero horizontal. Los estructuralistas, por su parte, centran sus estudios en la acumulación de capital y la posibilidad de la crisis. Tanto el dinero como las tasas de interés se consideran variables endógenas. Para esta escuela la oferta monetaria es parcialmente endógena, y su grado de endogeneidad está en función del desarrollo institucional y de los objetivos del Banco Central. Éste no siempre asume una postura acomodaticia ante la generación de depósitos, porque teme efectos adversos sobre los precios y el tipo de cambio. Los circuitistas consideran que dentro de modo de producción monetario, el dinero es creado para permitir la acumulación privada y la producción de bienes colectivos por parte del Estado. Los circuitistas argumentan que la creación de dinero se realiza en fase de flujo y su destrucción en la fase de reflujo. También establecen a detalle la relación entre la banca central, la banca comercial y las empresas, y argumentan que la deuda pública garantiza la rentabilidad del sector financiero.

Ante un contexto de libre circulación de flujos financieros, los bancos centrales asumen dos prioridades: mantener la moneda estable y alejar la incertidumbre del tipo de cambio. A partir del rompimiento de Bretton Woods, la estabilidad financiera ha estado vinculada al flujo de recursos financieros privados, que tiene por objeto financiar el déficit en cuenta corriente. El Banco Central en los países en desarrollo tienen como prioridad estabilizar estos flujos, para ello cuentan con tres principales instrumentos: tasas de interés, operaciones del mercado abierto y requerimientos de reservas. Podemos utilizar la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky para explicarnos las diversas estrategias que utiliza el Banco Central para mantener la moneda estable en los países en desarrollo. Un país, en términos de su endeudamiento soberano, se encuentra funcionando dentro de un esquema Ponzi cuando el pago de intereses y amortizaciones al capital sólo puede cumplirse contratando préstamos externos adicionales. La principal estrategia para conseguir estos recursos es manteniendo la credibilidad, es decir, garantizando el pago de los mismos a través de la reducción del gasto público e incrementando los impuestos o por medio de la acumulación de divisas por parte del Banco Central.

Por último, el exceso de fondos en los mercados de capital con relación al modesto volumen de ventas de títulos por parte de los emisores, genera que crezca el volumen de operación y los precios de las acciones. Una parte de esta excesiva liquidez es retirada por el Banco Central mediante la emisión de bonos, y otra, a través de obligaciones que emiten las empresas. La inflación financiera ha sido estimulada por dos principales factores: el déficit de la balanza de pagos de los Estados Unidos y el aumento de los fondos de pensiones. En los países en

desarrollo se han magnificado los efectos de la inflación financiera, ésta incrementa los costos de la regulación monetaria.

CAPÍTULO SEGUNDO

**DESREGULACIÓN FINANCIERA, CAMBIO
ESTRUCTURAL Y OPERACIONES EN EL
MERCADO ABIERTO EN MÉXICO**

Introducción

Este segundo capítulo tiene por objeto estimar la relación entre la liberalización financiera, la aplicación de operaciones en el mercado de dinero y la consolidación del mercado de deuda pública interna. Resulta esencial comprender el proceso de liberalización financiera en México, para ponderar la importancia de la emisión de valores públicos con fines de regulación monetaria. Las características estructurales del sistema financiero mexicano determinan la forma en que se articulan las operaciones en el mercado abierto y la dinámica de las instituciones financieras, e incluso éstas últimas pueden ejercer su poder de mercado sobre la determinación de la tasas de interés. Recordemos que la hipótesis de este trabajo relaciona el crecimiento de la deuda pública interna con las políticas monetarias restrictivas, dada una estructura oligopólica del sistema bancario.

2.1 Los principios de la liberalización financiera

Este apartado está dirigido a comprender los fundamentos teóricos de la liberalización financiera. Las ideas de McKinnon, Shaw y Fry, fueron el punto de partida para la desregulación de los sistemas financieros en los denominados países en “desarrollo”.

McKinnon (1974) en su trabajo *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico* despliega un diagnóstico sobre la fragmentación financiera; es decir, una serie de distorsiones que prevalecían en los mecanismos de financiamiento, resultado de no dejar operar libremente a las fuerzas del mercado:

“... La fragmentación del mercado de capitales genera el uso inadecuado del trabajo y la tierra, elimina el desarrollo empresarial y condena a sectores importantes de la economía a inferiores niveles tecnológicos... (McKinnon, 1974: 11)”

Para corregir estas distorsiones, este autor propuso suprimir la intervención pública en los mercados, es decir, la liberalización económica.

Desde esta perspectiva, la fragmentación de capitales, característica de los países en desarrollo, propiciaba una deficiente conexión entre el capital inicial o propio, la oportunidad productiva de inversión y las oportunidades de mercado para que una empresa prestara o pidiera prestado, es decir, generaba desajustes entre la capacidad de ahorro y la inversión.

El marco teórico de McKinnon se estableció que cuando una economía ha estado financieramente reprimida, el aumento de las tasas de interés por encima de la productividad marginal de la inversión, elevaría la propensión al ahorro y, por tanto, impactaría de manera positiva la disponibilidad de crédito. Además, supuso que un alto nivel de las tasas de interés induciría a algunos empresarios a desinvertir en procesos inferiores; y que estos recursos podrían ser aprovechados para que otras empresas invirtieran en mejores tecnologías y con mayores economías de escala:

“Cuando abundan los préstamos a altas tasas de interés, tanto del lado de los prestamistas como del lado de los prestatarios, crean el dinamismo que se requiere para lograr el desarrollo, provocando un nuevo ahorro neto y desviando la inversión de los usos inferiores, de manera que se estimule el mejoramiento técnico...” (Mckinnon, 1974: 19)

Para este autor, la tasa de depósito que maximiza el rendimiento es la tasa competitiva de equilibrio de mercado, para alcanzarla es necesario abandonar el uso de los techos a las tasas de interés, los programas de crédito selectivo, el encaje legal y la excesiva reglamentación de las bancarias y no bancarias.

Recordemos las principales críticas de Fry (1995) al uso de los instrumentos antes enunciados son:

- a) Los techos a las tasas de interés provocaba tres principales distorsiones: i) generaban que el consumo corriente desplazara al ahorro; ii) desincentivaban el incremento de los depósitos bancarios, y por lo tanto, los prestamistas no financiaban las inversiones de alto rendimiento; y iii) ante un financiamiento barato, los prestamistas se inclinaban por inversiones intensivas en capital, reduciendo la demanda de trabajo. Además incidían sobre la distribución del ingreso al concentrar la renta en los grandes prestatarios, ya que las tasas de interés se encontraban por debajo de su nivel competitivo.
- b) La canalización selectiva del crédito incrementaba la fragilidad del sistema financiero. El crédito era canalizado a actividades de mayor riesgo, sin que por contraparte, hubiera una remuneración al mismo. Además, disminuía, directamente o indirectamente, la disponibilidad de fondos para los créditos bancarios, al limitar el atractivo de los depósitos.
- c) El encaje legal como instrumento era poco eficaz, ya que un pequeño ajuste provocaba grandes distorsiones en los activos de la banca comercial. Asimismo implicaba una restricción a los recursos de la banca comercial y desplazaban recursos que podían ser canalizados al sector privado. El encaje legal gravaba la intermediación financiera con un impuesto discriminatorio (Fry, 1995:127).

El proceso de liberalización financiera, y en particular, la desregulación de las tasas de interés y el desarrollo de un mercado de valores públicos, transformó la dinámica bajo la que operaba el sistema financiero; en especial, incidió en la manera en que trabajaba la banca, para adaptarla a las necesidades de una economía abierta.

No obstante, había una serie de prerrequisitos que deberían cumplirse para que el proceso de liberalización financiera pudiera avanzar. En primer lugar se requería estabilidad macroeconómica, que necesariamente estaba ligada al control de precios y a la disciplina fiscal. También fue necesario impulsar una adecuada supervisión a la banca comercial y redefinir las prioridades del Banco Central.

Otro prerequisite importante fue el fortalecimiento del mercado de dinero, para que la política monetaria se implementara por medio de las operaciones de mercado abierto. Éstas deberían reemplazar al encaje legal y las políticas de redescuento, como los principales instrumentos de la política monetaria.

También, dado que la mayor parte de los países en desarrollo se caracterizan por ser economías abiertas y con cierto manejo del tipo de cambio, fue necesaria una mayor coordinación entre la política monetaria y cambiaria, para no generar desajustes.

Los elementos antes enunciados configurarían el proceso de liberalización y reforma financiera en México, así como la implementación de la política monetaria a través de mecanismos de mercado.

2.2 Antecedentes de la reforma

En este apartado se desarrolla un panorama general de las principales transformaciones en el sistema financiero mexicano en las décadas de los setenta y ochenta, previas al proceso de reforma financiera.

Durante los años setenta, los principales cambios en la estructura financiera fueron: a) institución de la banca universal en 1974, lo que permitía a los intermediarios financieros ampliar la gama de sus operaciones y reducir la segmentación del mercado; b) internacionalización la banca mexicana, participando en sindicatos bancarios acreedores de México y de otros países de América Latina; y c) dinamización los mercados bursátiles (Guillén, 2002: 566-567).

En este periodo los instrumentos ofrecidos a los pequeños y medianos ahorradores se diversificaron, al igual que las fuentes de financiamiento de las empresas, reduciéndose la dependencia del crédito bancario. Esto pudo ser posible gracias la consolidación de la Bolsa Mexicana de Valores en 1975, que permitió la colocación de títulos gubernamentales, como los Petrobonos y CETES. En especial, con la creación de los CETES, aportó un instrumento líquido de deuda pública para adaptarlo a las operaciones de mercado abierto.

También se registraron simplificaciones en el método de encaje legal y se flexibilizaron las tasas de interés. Éstas se fijaron en función de las tasas externas y las expectativas del tipo de cambio. A su vez, se estableció una estructura de tasas de interés que pagaba una prima a los ahorradores dispuestos a sacrificar liquidez (Guillén, 2002: 568).

Además el mercado de dinero y de capitales interno se entrelazó a la dinámica internacional, por tres factores: la dolarización de la captación bancaria ofreciendo tasas similares a la que prevalecían en el exterior; la elevación de las tasas pasivas en pesos ajustadas al comportamiento de las tasas externas; y el crecimiento de endeudamiento externo público y privado (Correa, 2002: 147).

Las consecuencias de la apertura financiera se hicieron sentir muy pronto con la crisis de deuda de 1982 y la subyacente crisis bancaria.

Al estallar la crisis de deuda a principios de los ochenta, el sector financiero, en especial el sector bancario, era incapaz generar el ahorro suficiente para financiar la inversión productiva necesaria para impulsar el crecimiento, también era incapaz de financiar el déficit público de manera no inflacionaria. Se registraba un déficit de ahorro inversión, que era financiado con ahorro externo, ya fuera por medio de inversión extranjera directa por préstamos al gobierno y sus paraestatales (Ánima y Guerrero, 2004: 215).

La crisis bancaria fue administrada por los Decretos de Nacionalización Bancaria y Control de Cambios de septiembre de 1982. Los grupos bancarios que se habían consolidado durante la década de los setenta, tenían una amplia cartera de pasivos en dólares sin activos o garantías en contrapartida, de manera que la devaluación los pondría en situación de quiebra técnica (Correa, 2002: 147).

Los bancos entraron bajo la administración del gobierno. El Banco Central indemnizó y vendió los paquetes accionarios de los grupos económicos que eran parte de los grupos bancarios. Además, permitió la participación accionaria de hasta 30% del capital privado.

Desde la etapa post-crisis hasta 1989 el sector bancario se caracterizó por los siguientes factores: a) la propiedad estatal de los bancos comerciales y de desarrollo; b) disminuye el encaje legal que los bancos estaban obligados a depositar en el Banco Central del 50 al 10 por ciento; c) las autoridades monetarias fijaban las tasas de interés pasivas y activas, que a su vez fijaban las características de los instrumentos de ahorro ofrecidos; d) la banca comercial fue sometida a intensas medidas de austeridad (Guillén, 2002: 569).

En términos generales, se registraba una rápida reorganización de los grupos económicos, nuevas formas de organización y fortalecimiento de las casas de bolsa en la intermediación financiera privada. Mientras que todo el crecimiento de los activos financieros en el mercado de deuda dependía de los títulos públicos. Esto significó un crecimiento sin precedente del mercado bursátil.

Aunque aparentemente la nacionalización de la banca y el despegue de los mercados financieros son procesos contradictorios, el crecimiento de las casas de bolsa fue impulsado por el primero, y la nacionalización bancaria de ninguna forma anuló el “proceso de modernización financiera”.

Asimismo las medidas antes enunciadas se realizaron en un entorno de contracción monetaria y crediticia, resultado de los esfuerzos de la política económica por mantener el control de precios, frenar la fuga de capitales y recuperar la capacidad de pago del servicio de la deuda externa.

2.3 La reforma financiera en México

En este apartado se analiza cómo la reforma financiera avanzó principalmente por medio de tres vías: i) la desregulación operativa; ii) la reprivatización de la banca comercial, que significó una

transformación operativa y una mayor concentración de los grupos financieros; y iii) la autonomía del Banco de México, que le asignó como único objetivo a esta institución el control de precios, dejando atrás su pretensión de incidir sobre el empleo

El proceso de liberación y desregulación financiera inicia desde la década de los setenta, pero se profundiza a finales de los años ochenta con la reestructuración de la deuda pública externa y el avance de la apertura comercial. La reforma del sistema financiero, entendida como un proceso de apertura, desregulación e innovación en los mercados financieros, tuvo como objetivo la desregulación de las operaciones del sistema bancario y la reforma en el marco regulatorio de los distintos intermediarios financieros.

La reforma financiera buscaba mejorar los niveles de ahorro e incidir en la modernización del sistema financiero.

Asimismo debe considerarse que las condiciones a nivel internacional fueron propicias para impulsar la liberalización y desregulación en México: en este periodo Estados Unidos registraba una relajación de su política monetaria y fiscal, para enfrentar la crisis de su mercado financiero; esto significó un creciente volumen de liquidez para los denominados mercados emergentes.

Las necesidades que la apertura comercial sobre los requerimientos de financiamiento para las importaciones y del excedente de divisas para el servicio de la deuda externa o al menos el pago de intereses de la misma, impulsaron a México a la apertura financiera. En este sentido, podemos establecer que la apertura comercial no podía proseguir sino era acompañada por lo propio en el sector financiero (Correa, 2002: 73).

La reforma financiera debería de modificar a las instituciones financieras por lo menos en cinco áreas: i) liberalización financiera, que permitiera que la política monetaria se realizara por medio de operaciones en el mercado abierto y que las tasas de interés se determinaran por las condiciones del mercado; ii) innovaciones financieras, que permitieran la generación de nuevos instrumentos; iii) fortalecimiento de los mercados financieros; iv) reprivatización de la banca comercial; y v) transformación de los mecanismos de financiamiento del Gobierno Federal (Aspe, 1993: 74)

En el ámbito macroeconómico, la reforma modificó el proceso de intermediación financiera en tres ámbitos: a) el proceso de ahorro inversión; b) el financiamiento del déficit público; y c) la relación entre ahorro interno y ahorro externo (Anima y Guerrero, 2004: 216).

2.2.1 Proceso de desregulación operativa

La desregulación operativa, según Guillermo Ortiz, se sustentó en tres grandes objetivos: liberación de las tasas de interés, supresión de los cajones selectivos de crédito, y la sustitución y posterior eliminación del encaje legal y del coeficiente de liquidez. Los cimientos de la liberalización financiera se sitúan en la década de los setenta con la

creación de la banca universal, la internacionalización de la banca mexicana y la dinamización de los mercados bursátiles, pero es hasta finales de los ochenta, con las medidas de desregulación operativa antes enunciadas, que se consolida este proceso.

i) Liberación de las tasas interbancarias

En los años setenta, tanto las tasas activas como las tasas pasivas se encontraban bajo estrictos mecanismos de control. Las instituciones financieras enfrentaban escrupulosos controles con relación a la canalización del crédito. A través del mecanismo del encaje legal, la banca comercial dependía de la retribución que fijará el Banco de México. En estos años prevalecía un esquema de tasas de interés fijas máximas, que empezó a ser ineficiente cuando se disparó la inflación (Ortiz, 1993: 43).

La desregulación de la tasa de interés inicia en 1979, cuando se genera un indicador del sistema bancario y crediticio denominado Costo Porcentual de la Captación. A partir de entonces las tasas de interés empezaron a ser gradualmente más representativas de lo que ocurría en el mercado.

Dos factores que paralelamente están ligados al proceso de liberación de las tasas de interés son: a) la aceleración de la inflación en 1979; y b) el surgimiento y expansión del mercado de dinero paralelo (Ortiz, 1993: 44).

Entre 1982 y 1987, al mantenerse tasas de interés controladas surge un mercado crediticio informal. Como respuesta a la existencia de estos mercados se permitió a las instituciones financieras emitir aceptaciones bancarias a tasas y plazos libres. Los bancos pudieron colocar libremente sus recursos captados sin más requisito que mantener un coeficiente de liquidez del 30 por ciento, contra el 70 por ciento antes permitido. Esto liberó una gran cantidad de recursos (Ortiz, 1993: 44).

Esta transición de un sistema de tasas de interés controladas hacia un sistema de tasas de interés “determinadas por el mercado” produjo una notable liquidez. La liberación de las tasas de interés permitió de manera significativa la desregulación de la intermediación bancaria, que la banca pudiera incrementar su colocación de crédito y la caída de los mercados paralelos.

ii) Eliminación del encaje legal y del coeficiente de liquidez

En 1989 el régimen de encaje legal fue sustituido por el coeficiente de liquidez de 30 por ciento, el cual podía integrarse por valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/o depósitos a la vista en el Banco de México (Ortiz, 1993: 53). Esto permitió que los bancos emitieran títulos a corto plazo a las tasas de mercado y que incrementaran su participación en el mercado de títulos estatales.

La eliminación del encaje legal y del coeficiente de liquidez también fue un paso central en el proceso de desregulación económica. El encaje

legal se remota al inicio de operaciones del Banco de México, y a lo largo de la historia se desarrollo en varias modalidades. La modalidad que prevaleció a partir de 1974, determinaba que las instituciones crediticias debían canalizar un porcentaje de su captación hacia la inversión obligatoria en valores (Ortiz, 1993: 50). El encaje legal llegó a significar el 90% del monto de depósitos que la banca recibía.

Asimismo, la eliminación del encaje legal determinó que la banca retomara el control sobre su propia liquidez, que ahora estaría determinada por sus estrategias de crédito y colocación de valores, liberándose de las remuneraciones de nulo riesgo que antes debía pagar cuando expandía sus préstamos.

iii) Eliminación de la canalización obligatoria del crédito

A partir de 1989 se abandonaron de los cajones de crédito. Sin embargo, primero tuvieron que sanearse las finanzas públicas y posteriormente, impulsarse el desarrollo del mercado de valores. A partir de entonces el sector público pudo obtener sus requerimientos de financiamiento por medio de operaciones en el mercado abierto, y se pudo prescindir del crédito proveniente del sistema bancario doméstico.

Otro factor relevante fue la eliminación de restricciones a las participaciones cruzadas en ese mismo año, lo que permitió la formación de grupos financieros integrados verticalmente que incluían bancos, aseguradoras, casas de bolsa y otros grupos especializados (Guillén, 2002: 570).

2.2.2 Proceso de reprivatización bancaria

Una vez realizado el proceso de nacionalización de los bancos y su posterior saneamiento, se empezaron a tomar algunas medidas para regresarlos al sector privado. De 1991 a 1993 se llevó a cabo el proceso de privatización de los bancos comerciales. En este periodo el sector público dejó de ser el principal usuario del crédito bancario, el cual se canalizó principalmente al sector privado, y en particular, al consumo y la inversión residencial, así como para el comercio y los servicios (Guillén, 2002: 571).

La venta de Banamex y Bancomer sumó el 48.3% de los recursos vendidos totales. En tercero y cuarto lugar estuvieron Serfin y Multibanco Comermex que en conjunto representan el 14.6% de los ingresos por privatización (Vidal, 2002: 19).

Una vez concluido el proceso de privatización, el gobierno conservó una participación accionaría en tres de ellos: en Bancomer el 20.4%, en Serfin 15.9% y en Banco Internacional 21%. Dicha participación terminó en el año 2000 cuando BBV se fusionó con Bancomer y el IPAB vendió Serfin al HSBC e intervino en el proceso del Atlántico con Bital (Vidal, 2002: 20).

La reprivatización de la banca cambio aceleradamente la composición y el tamaño de los intermediarios financieros; diversos grupos empresariales, con distintos intereses y ritmo de expansión, incursionaron en el negocio bancario transformando la dinámica del mismo.

El redimensionamiento de los intermediarios financieros incrementó las operaciones interbancarias, lo que incidió sobre el costo del fondeo y los márgenes bancarios. A su vez, esto elevó el nivel de las tasas de interés activas, aumentando los costos de la clientela bancaria.

También las estrategias de competencia se transformaron: la premura de los nuevos banqueros por recuperar el capital desembolsado determinó una acelerada canalización de crédito. También con el fin de conservar o ampliar sus mercados se buscaron asociaciones con intermediarios financieros extranjeros y la fusión o asociación con intermediarios

locales. En términos generales, se buscaron nuevas estrategias para incrementar las utilidades, reconfigurando el negocio bancario.

Sin embargo, el explosivo crecimiento del crédito se realizó sobre hipótesis muy optimistas del reembolso de los prestatarios, lo que aunado al crecimiento de las tasas activas pronto se reflejó en el aumento de la cartera vencida. En 1989 el crédito y la cartera vencida de la banca comercial, como porcentaje del PIB, eran de 18.5% y 0.3%, respectivamente; para 1994 el crédito representó el 43.5% del PIB, mientras que la cartera vencida era del 2.9%. En ese mismo año el coeficiente de morosidad (cartera vencida/ cartera crediticia total) representó el 8.39%. Aunque cabe aclarar que este comportamiento se explica tanto por factores microeconómicos vinculados al propio funcionamiento de los bancos como a factores macroeconómicos afines al modelo vigente.

2.2.3 Autonomía del Banco de México

A partir de abril de 1994 el Banco de México se vuelve autónomo; para ello previamente se habían reformado el artículo 28 Constitucional, que en su párrafo sexto establece a la letra:

“El Estado tendrá un Banco Central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento”.

La independencia del Banco Central representó la autonomía de la política monetaria respecto al poder ejecutivo y la prohibición del financiamiento monetario del tesoro. Desde el argumento oficial, la autonomía del Banco de México implica que la base monetaria se expande acorde con los objetivos de estabilidad de precios y no con relación a las necesidades de financiamiento del sector público.

La Ley del Banco de México vigente establece entre otros factores, los objetivos, las funciones y las actividades permitidas al mismo.

En el artículo 2o de la Ley del Banco de México se establecen sus objetivos:

“El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.”

En cambio en la Ley Orgánica del Banco de México, emitida el 31 de diciembre de 1984, se definía al Banco Central como un organismo público descentralizado del Gobierno Federal; a la letra sus funciones quedaban definidas en el artículo primero de la siguiente manera:

“El organismo mencionado es el Banco Central de la Nación y tiene por finalidades emitir moneda, poner en circulación los signos monetarios y procurar condiciones crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, al desarrollo del sistema financiero y, en general, al sano *crecimiento de la economía nacional*”.

El artículo 3° de la ley vigente establece las funciones del Banco Central:

I. Regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos; II. Operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia; III. Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo; IV. Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y, particularmente, financiera; V. Participar en el Fondo Monetario Internacional y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, y VI. Operar con los organismos a que se refiere la fracción V anterior, con bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.”

Entre los actos permitidos al Banco Central, y que estén referidos del artículo 7° se encuentran: operar con valores; otorgar crédito al Gobierno Federal, a las instituciones de crédito, así como IPAB; constituir depósitos en instituciones de crédito o depositarias de valores, del país o del extranjero; adquirir valores emitidos por organismos financieros internacionales; *emitir bonos de regulación monetaria*; recibir depósitos bancarios de dinero del Gobierno Federal, de entidades financieras del país y del exterior, de fideicomisos públicos de fomento económico; efectuar operaciones con divisas, oro y plata, incluyendo reportos, entre otros.

La Ley referida instituye que la dirección de la política cambiaria estará a cargo del Ejecutivo Federal y su instrumentación estará a cargo del Banco de México. Para ello, se establece una Comisión de Cambios que establece mecanismos de coordinación entre ambos organismos. El Banco Central debe mantener el nivel de las reservas internacionales adecuado para evitar movimientos bruscos en esta variable. A su vez, debe tener un manejo adecuado del crédito interno neto y de las tasas de interés a la cual proporciona reservas a los bancos comerciales.

La reforma financiera consolidó una estrategia de financiamiento del déficit público a través del mercado de dinero. La autonomía del Banco de México aseguró que la política monetaria a través de operaciones en el mercado abierto sería permanente.

2.3 Desregulación y operaciones en el mercado abierto (OMAS)

Este apartado está dirigido a ponderar la importancia de las OMAS en el contexto de la desregulación financiera. En particular, se analiza el proceso de desarrollo del mercado de bonos gubernamentales y su incidencia sobre la dinámica del sistema financiero.

Las principales operaciones que amplían o reducen la liquidez de la economía son: a) el saldo del comercio exterior, que está directamente vinculado a la entrada de divisas y el aumento de reservas del Banco Central; b) las operaciones de mercado abierto, que es la venta o compra de título de deuda pública; y c) el crédito que al Banco Central otorga a la banca comercial.

Las operaciones en el mercado abierto son la compra o venta de valores gubernamentales con el fin de disminuir o aumentar la liquidez de la economía. Estas operaciones afectan indirectamente a las tasas de interés de corto plazo y a la disponibilidad crediticia, es decir, sobre el crédito interno neto. Por ejemplo, ante excesos en la liquidez, el Banco Central vende valores gubernamentales que disminuyen la misma, incrementan la tasa de interés y disminuyen la oferta de fondos prestables en la economía por medio del multiplicador bancario.

Una operación en el mercado abierto implica que el Banco Central opera sobre su propio balance. Por el lado de los activos, una OMA tiene impacto sobre el crédito al gobierno; y por el lado de los pasivos, la compra o venta de valores por parte del Banco Central, se compensa mediante abonos o cargos en las cuentas de los bancos comerciales.

La hoja de balance de los bancos comerciales sólo es manipulable si los desequilibrios en sus cuentas son compensados por las acciones del Banco Central. Esto implica que los superávits sean atraídos, con tasas de interés positiva, por el Banco Central, o que los déficits sean solventado por el mismo. En ambos casos se requiere que el Banco Central opere en el mercado de dinero y de capitales con mira a incidir sobre la tasa de interés de corto plazo.

El Banco Central ejerce la política monetaria por medio de operaciones en el mercado de dinero con el fin de ejercer cierta influencia sobre las tasas de Interés. Esto con el objetivo de dar inicio al llamado mecanismo de transmisión de la política monetaria. A través de dicho mecanismo, las acciones del Banco Central tienen un efecto sobre la demanda agregada y, a la postre, sobre la evolución de los precios.

Aunque el envío de señales del Banco Central sobre su postura de política monetaria no es por sí mismo un instrumento mediante el cual la autoridad monetaria afecte la liquidez de la economía, las señales pueden propiciar acciones de los participantes del mercado de dinero, tales que generen movimientos en las tasas de interés similares a los que se presentarían en caso de registrarse modificaciones en la liquidez del sistema.

La frecuencia de las operaciones de mercado abierto depende, entre otros factores, de la forma en que las variaciones en la liquidez en el mercado de dinero afecten la volatilidad de las tasas de interés. Estas variaciones

en la liquidez pueden ser ocasionadas por la intervención del Banco Central en el mercado de cambios, por movimientos en la cuenta del gobierno en el Banco Central y por modificaciones en la demanda de billetes y monedas.

En México las operaciones de mercado abierto se empiezan a aplicar desde 1977, cuando realiza la primera emisión de CETES, que se profundiza en los años ochenta con el impulso al mercado de dinero, y llega a su punto culminante en 1991 cuando se eliminó el coeficiente de liquidez. Mientras en 1980 circulaban CETES con un valor de 54.3 millones de pesos, para 1991 su valor ascendía a 72,374.5 millones de pesos.

La eficiente instrumentación de las operaciones de mercado abierto requiere de la existencia de un mercado de dinero profundo y desarrollado. De no ser este el caso, las operaciones de mercado abierto del Banco Central pueden generar distorsiones en el funcionamiento de este mercado.

2.3.1 Consolidación del mercado de deuda pública

La liberalización financiera y el desarrollo del mercado de valores son procesos que van entrelazados. La desregulación operativa de la banca, donde el sector público obtenía su financiamiento imponiendo operaciones de encaje legal y crédito obligatorio a este sector, tuvo como prerequisite el desarrollo de un mercado financiero, donde se podría canalizar y manejar la creciente liquidez.

El sector financiero se encarga del proceso de emisión, colocación y distribución de valores. Estas operaciones se realizan en el mercado de dinero y en el mercado de capitales a largo plazo. La finalidad de ambos mercados es la intermediación bursátil. Es en el mercado de dinero donde se negocian los valores de corto plazo, sobre todo gubernamentales, que tiene la característica de contar con bajo riesgo, elevada liquidez y plazos cortos. A través de este mercado es que el Banco Central ejerce su política monetaria.

El desarrollo del mercado de dinero requiere: i) que el Banco Central realice subastas periódicas de valores gubernamentales, de acuerdo con mecanismos que permitan al mercado determinar las tasas de interés; ii) transparencia en el manejo de valores gubernamentales; iii) que el mercado de valores de deuda pública tenga liquidez, es decir, que el papel público tenga un mercado secundario líquido, con un amplio espectro de plazos y que se permitan los reportos; iii) que el sector financiero y el mercado de dinero no se expongan a ningún poder monopsónico; y iv) que el Banco Central impida que unos cuantos bancos intenten monopolizar la liquidez del mercado de dinero (Mansell, 1995: 213). Sin embargo, los requisitos iii y iv no se cumplen para el caso mexicano.

El marco regulatorio para el surgimiento de un mercado de valores surge en 1975 con la Ley del Mercado de Valores. Las bolsas de valores se independizan del sistema bancario, y se crean nuevas formas de

captación y financiamiento. Esta ley fue base de la infraestructura institucional del mercado de valores, y en específico, del desarrollo de un mercado de dinero (Ortiz, 1993: 26).

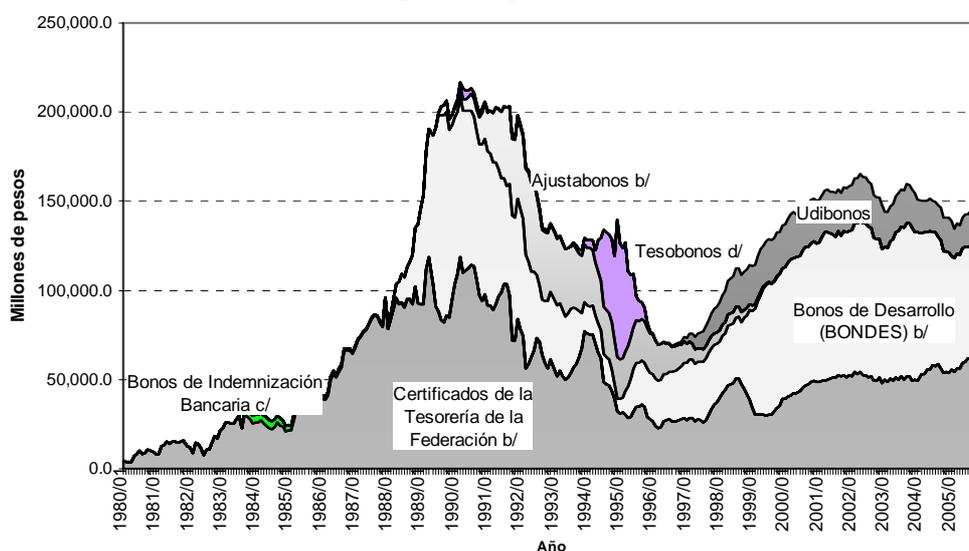
El desarrollo de un mercado de deuda pública inicia en 1976 con la primera emisión de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES); su principal objetivo era generar una fuente de financiamiento al gobierno federal, a través de su colocación entre inversionistas, por medio de subastas.

En un primer momento, la colocación de CETES era a través de subastas en las cuales el emisor determinaba las tasas, mientras que el mercado determinaba la cantidad de títulos que a esa tasa desearían adquirir y por lo tanto, serían puestos en circulación. De esta manera se controlaban el nivel de las tasas de interés y al mismo tiempo el mercado de dinero.

A partir de 1982, los CETES se colocan por subasta, donde el emisor determina el monto de valores, mientras que el mercado fija las tasas. En 1989 la dinámica cambia, se adopta una mecánica tipo holandés, en las que el gobierno define un cupo de demanda de recursos y las entidades financieras presentan sus ofertas determinando tasa y monto de inversión. La oferta, que satisface el cupo demandado, define la tasa de rendimiento efectiva del título, esto implica un precio único para todas aquellas ofertas por debajo de la tasa de corte

Después de los CETES surgieron otros instrumentos que se adaptaron a las necesidades de los distintos tipos de inversionistas. Se crearon nuevos instrumentos como Bondes, Ajustabonos, Tesobonos, etcétera. Esta consolidación del mercado de deuda pública permitió al gobierno disponer de recursos a diferentes plazos y tasas.

Gráfica 2.1
 Circulación de deuda pública interna
 a través de valores, 1980-2005
 (Millones de pesos a precios constantes de 1993)



Fuente: Indicadores económicos, Banco de México

En la gráfica 2.1 se puede observar el crecimiento de la colocación de valores gubernamentales en los últimos 25 años. Durante la década de los ochenta se registra un crecimiento explosivo en la colocación de CETES, que pasa de 4,300 millones de pesos en 1980 a 103,515 millones de pesos en enero de 1990 (a precios constantes de 1993). En la década de los noventa se registra una diversificación de los instrumentos de financiamiento y se hace sentir los efectos de la crisis de 1995 en el monto colocado.

2.4 Imperfecciones del mercado financiero mexicano

Esta sección examina el impacto de la liberalización financiera sobre las condiciones de competencia y eficiencia de los mercados financieros. En particular, se analiza el caso del sector bancario y el mercado de valores, donde los poderes monopólicos imponen sus intereses, distorsionando los mecanismos de financiamiento. Otra distorsión proviene del mismo Banco Central, que a pesar de su autonomía, provoca movimientos en las tasas de interés, para continuar subsidiando la constitución de las reservas internacionales del Gobierno Federal.

2.4.1 Desarrollo del mercado de valores

La actividad bursátil ha sostenido su crecimiento y magnitud en el mercado de dinero, y en particular, en los instrumentos del sector público que ofrecen un alto rendimiento. El mercado de valores ha estado dominado, tanto en su crecimiento como en su rentabilidad, por los requerimientos del gobierno federal, que es su principal usuario.

Después de la crisis de 1982, las grandes empresas volcaron sus recursos hacia inversiones bursátiles, en valores públicos y privados, como estrategia para mantener sus utilidades, generando un superciclo bursátil, alentado por el gobierno. Este boom terminó en octubre 1987, cuando por factores macroeconómicos e institucionales, fue necesario transformar las estrategias de estabilización y financiamiento.

Ante la falta de canalización de recursos del mercado de capitales al sector productivo, fue necesario regresar a sistema financiero dominado por los bancos, esto abrió la posibilidad de la reprivatización de la banca comercial.

También, el cambio en la naturaleza del déficit público incidió sobre la dinámica del mercado de valores. Éste ya no era determinado por el déficit primario, sino por el peso del servicio de la deuda pública externa. El gobierno tuvo la necesidad de utilizar el mercado de dinero para financiar su déficit.

En México, al igual que otros mercados emergentes, los indicadores de la actividad bursátil registran una importante expansión. En 1985 la capitalización de la bolsa representó el 2% del PIB en 1985, en 1997 esta cifra había aumentado a 38.9% en 1997 (Guillén, 2002: 574).

La operación en el mercado de valores se divide en: a) títulos de renta variable o sea el mercado accionario, y b) el mercado de renta fija, que se subdivide en mercado de dinero (valores de gobierno federal y privados) y mercado de capitales a largo plazo (bonos del sector público y privado).

También se estableció un mercado financiero segmentado, mientras pequeñas elites ligadas a la BMV disfrutaban rendimientos positivos en sus inversiones, la gran mayoría de la población estaba sujeta a las sociedades nacionales de crédito (Ánima y Guerrero, 2004: 218).

Sin la intermediación bancaria en el mercado de valores, las empresas medianas y pequeñas tienen pocas posibilidades de ingresar al mercado de capitales.

Las reformas financieras también estimularon al mercado de acciones, pues el saneamiento de las finanzas públicas permitió que los recursos internos se volcaran hacia los mercados de renta variable, provocando el alza en sus cotizaciones.

2.4.2 Sistema bancario oligopólico

Los principales factores que fragilizaron el balance de los bancos fueron: a) la eliminación de los depósitos obligatorios o encaje legal, b) la acelerada privatización bancaria, c) la política antiinflacionario con ancla cambiaria y apertura del TLC. Estos factores abrieron las puertas para la venta de los bancos nacionales a los conglomerados extranjeros.

Ante un escenario de bajo crecimiento económico y concentración del ingreso, la capacidad de los bancos para colocar créditos disminuyó, y por lo tanto, tuvieron que recurrir a otras opciones para mantener sus márgenes de ganancia, una de ellas fue la inversión en valores gubernamentales.

La liberalización y la privatización del sistema financiero no garantizaron la existencia de mercados eficientes y competitivos. En el caso de la banca, subsistieron estructuras de mercado no competitivas, tan sólo se transfirió un oligopolio público al sector privado. Esta estructura determinó la existencia de altos márgenes de intermediación, que incidieron negativamente sobre la productividad de la economía y por ende, sobre los niveles de cartera vencida (Ánima y Guerrero, 2004: 222).

Con la crisis de 1994 los problemas de cartera vencida se generalizaron en todas los bancos, provocando incluso la quiebra de algunos de ellos. Este proceso abrió las puertas a los inversores extranjeros que compraron importantes instituciones de manera directa o intervinieron en su rescate (Ánima y Guerrero, 2004: 223).

Los problemas de cartera vencida provocados tanto por factores macroeconómicos como por los errores en la administración de los bancos, no sólo llevaron a la banca comercial a manos de los inversores extranjeros sino que al mismo tiempo deterioraron el bienestar social, ya que el costo de la quiebra del sistema financiero fue socializado a través de los paquetes de rescate financiero.

La crisis financiera mexicana no terminó con el sobreendeudamiento externo, sino que agregó el sobreendeudamiento en moneda local de las empresas y de los consumidores. Al finalizar 1995 la cartera de crédito representaba cerca del 50% del PIB pero devengaba intereses equivalentes al 17% del PIB. Por su parte, la deuda interna ascendió, al finalizar 1995, a 140,000 millones de pesos y se debían pagar por concepto de intereses unos 50 millones, lo que equivalía a 2.3% del PIB. (Correa, 2002: 79)

En 1996 el pago de intereses por concepto de la deuda interna, externa y la deuda bancaria ascendió a 24.8% del PIB. Este sobreendeudamiento fue enfrentado por medio de deflación: de activos en moneda nacional, de ingresos de los asalariados y de ingresos públicos. Esto significó una acelerada disminución del crédito bancario y el traslado de los activos improductivos al FOBAPROA, y de este, posteriormente al IPAB (Correa. 2002: 80)

En los criterios generales de política económica de 1997 se estimó que las diferentes operaciones de rescate durante 1996 había costado alrededor de 210,300 millones de pesos, equivalentes al 8.4% del PIB.

En la época post-crisis, principalmente en la segunda mitad de los noventas se registra una caída del crédito y altos niveles de cartera vencida. En 1994 el crédito de la banca comercial representaba el 43.5% del PIB, en el año 2000 tan sólo fue el 22.2%; mientras que la cartera vencida había pasado del 2.4% a 3.9% del PIB, en el mismo periodo.

Las dificultades del elevado costo del endeudamiento han sido trasladadas al presupuesto público mediante los intereses que éste paga, por concepto del bono FOBAPROA y por el pago de los valores gubernamentales. Este traspaso de los recursos del rescate bancario a las finanzas públicas y el saneamiento de los bancos, para su posterior venta y control por extranjeros, transfiere los costos a los contribuyentes (Correa, 2002:81-82).

Paradójicamente, a partir de los últimos años de la década de los noventa, se contrajo el crédito pero se incrementaron las utilidades de los bancos. La banca estaba quebrada pero era rentable y estaba pasando rápidamente al poder de los intermediarios financieros extranjeros.

Dentro de los riesgos de la extranjerización de los intermediarios financieros está el desplazamiento de la moneda local, que como consecuencia del poner al sistema crediticio al servicio de las estrategias y políticas de matrices financieras extranjeras. La moneda local puede y es sustituida por la moneda extranjera. También la política fiscal corre el riesgo de desaparecer y los gobiernos locales de convertirse en meros intermediarios de recursos (Correa, 2002: 69).

Además, el diferencial entre la tasa de depósitos y la tasa de CETES, genera incentivos para que el sector bancario se comporte como rentista del gobierno. Para el año 2001, cerca de la tercera parte del valor de los activos de la banca comercial proceden de las operaciones con valores del gobierno, el Banco de México y el IPAB (Mántey, 2002: 10).

El proceso de liberalización financiera, tal cual fue implementado, ha llevado a la pérdida del control nacional del sistema de pagos, la moneda y el crédito y al predominio de la banca extranjera en el mercado nacional.

Las políticas de rescate emprendidas no modificaron los procesos que condujeron a la quiebra bancaria, entre lo cuales destacan, entre otros: a) los crecientes requerimientos de financiamiento de la deuda interna (ahora en bonos IPAB) constituyen una presión importante en la fijación de las tasas de interés; b) la sobrevaluación cambiaria sigue siendo el

instrumento para frenar el alza de precios; y c) las tasas activas en pesos continúan muy elevadas, tanto por los márgenes como por las elevadas tasas piso del papel gubernamental (Correa, 2002).

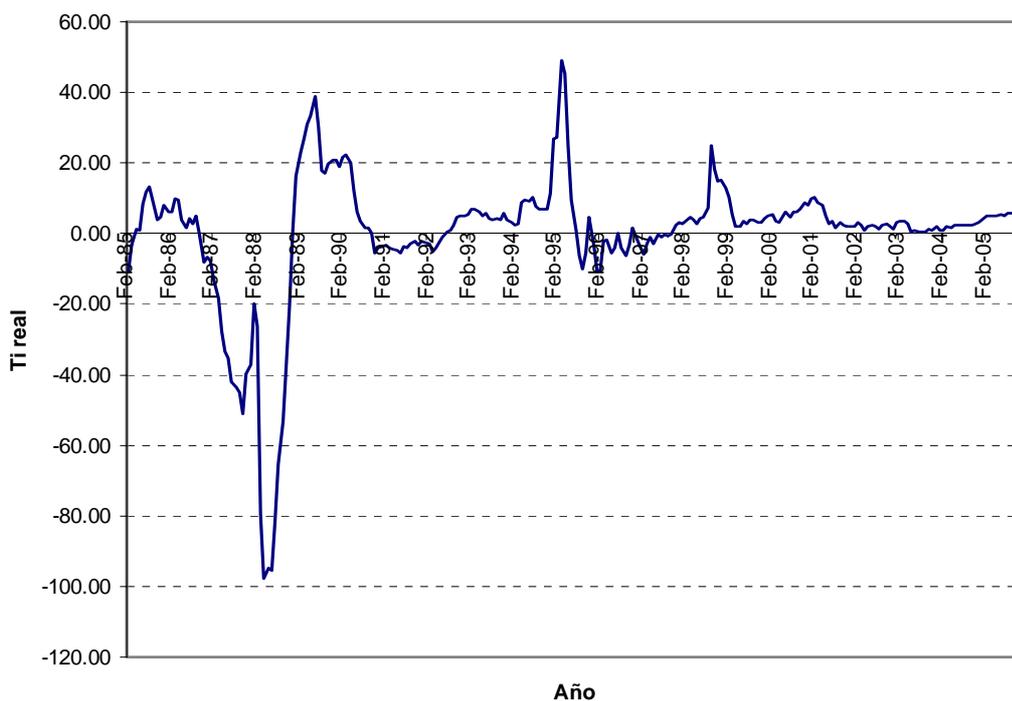
2.5 Tasas de interés y desregulación

Este último apartado está dirigido a examinar el impacto de la desregulación de las tasas de interés sobre el costo de la deuda pública interna y el comportamiento rentista del sector bancario.

La liberalización de las tasas de interés en México, dadas las condiciones de competencia oligopólica que prevalecen, aumentó los márgenes financieros. Mientras que las tasas activas no mostraron cambios significativos en su comportamiento, las tasas pasivas descendieron en lugar de subir.

Desde antes de los ochenta, el Banco de México se ha caracterizado por utilizar la tasa de interés para atraer flujos de capital externo cuando los mercados financieros están relajados; a pesar del impacto que está pueda tener sobre el tipo de cambio, sobrevaluándolo, con el propósito de aumentar el crecimiento económico y mantener el nivel de precios bajo control (Mántey, 1998).

Gráfica 2.2
Tasa de interés real de los CETES a 28 días, 1986-2005
Tasa porcentual

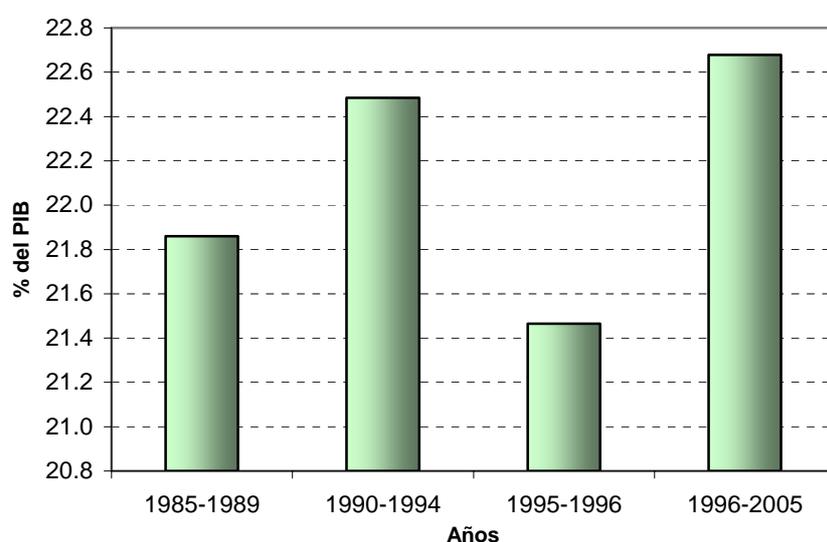


Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de Información Económica, INEGI

A pesar de la desregulación, la política del Banco Central sobre el manejo de las tasas de interés no modificó en lo esencial su patrón de comportamiento, si variaron los efectos de éstas sobre la economía, principalmente por dos factores: a) como resultado de la expansión, a finales de los años ochenta, del crédito externo; y b) por la eliminación de controles cuantitativos a la expansión del crédito doméstico. Esta fuerte llegada de capitales fue intermediada por la banca comercial, tuvo como efecto la expansión de los agregados monetarios. La banca central tuvo que esterilizar esta llegada a través de la colocación de elevados montos de deuda pública a altas tasas de interés, que atraieron mayores capitales incrementando el problema (López, 2001: 63).

En cuanto al ahorro, a pesar de la liberalización y el aumento, en ciertos periodos, de las tasas de interés, el ahorro total de la economía no ha crecido de manera significativa. Durante las dos últimas décadas el ahorro se ha mantenido entre 21% y 24.5% con relación al PIB, siendo en el periodo post crisis (1997-2000), donde logró su mayor crecimiento: 24.3%. Posteriormente, entre 2001 y 2004, el ahorro disminuyó a 21.5%., nivel menor incluso el registrado en 1988, 22.6%. Si comparamos el comportamiento del ahorro y las tasas de interés reales, veremos que hay poca conexión entre ambas: por ejemplo, en 1997 el ahorro alcanza su valor máximo, 25.9% del PIB, mientras la tasa de interés real líder en ese mismo año es de 3.1%; un año después, la tasa de interés real aumenta a 15.1%, pero la participación del ahorro cae a 24.3%. Esto nos lleva cuestionar el supuesto de alta elasticidad del ahorro ante variaciones de la tasa de interés (véase graficas 2.2 y 2.3).

Grafica 2.3
Ahorro total, 1985-2005
(Como porcentaje del PIB)



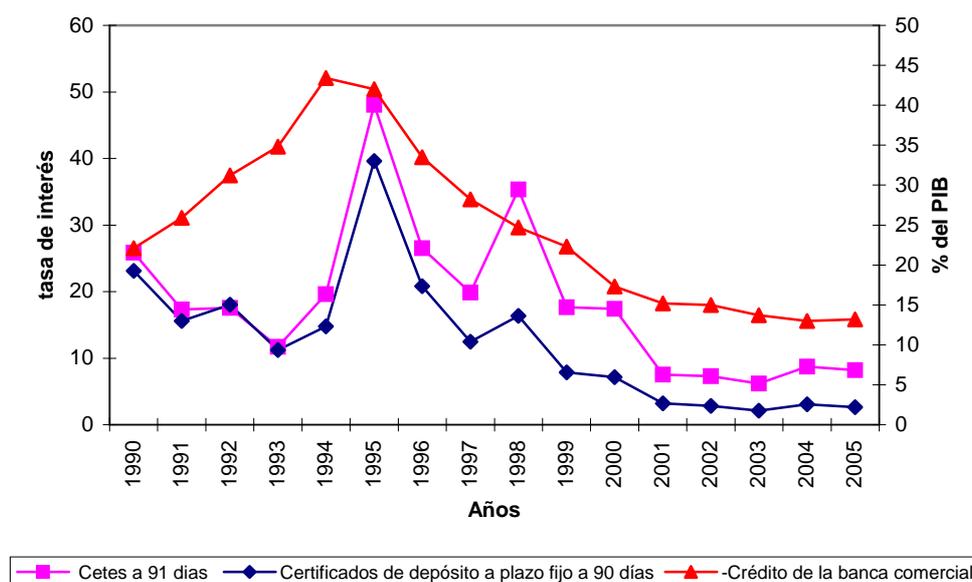
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de Información Económica, INEGI

2.5.1 Tasas de interés, deuda pública interna y sistema bancario

Desde 1988, año en que se eliminan los topes a las tasa de interés de los depósitos bancarios, la diferencia entre las tasas pasivas y activas, ha determinado la dinámica del negocio bancario. En la gráfica 2.4 se observa la conexión entre el margen financiero y la oferta de préstamos, ésta representada por cartera de crédito del sector privado. Entre 1988 y 1994, hay un boom del crédito privado, mientras se cierra el margen financiero. Posteriormente, encontramos que en el periodo post-crisis 1996-2004, aumenta la brecha entre tasas activas y pasivas, mientras disminuye la oferta de préstamos.

Gráfica 2.4
Brecha entre tasas activas y pasivas,

y crédito de la banca comercial, 1990-2005
(Tasa anuales y porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Información Económica de INEGI

La brecha entre tasas activas y pasivas, constituye un margen financiero libre de riesgo, que desalienta la concesión de crédito sobre todo en la fase recesiva del ciclo. Por lo tanto, en esta fase la demanda por valores gubernamentales tiende a aumentar y la autoridad monetaria tiene que intervenir evitando descensos indeseados en la tasa de interés. Así la deuda pública con el fin de regular la liquidez de la economía reduce la capacidad del gobierno para estimular la demanda agregada y alienta el racionamiento del crédito (Mántey, 2002: 5).

En el periodo 1990-1994, la participación de la cartera de valores sobre los recursos totales de la banca comercial representó el 28.8%, mientras que en el periodo post-crisis, 1996-2005, llegó a representar el 36.5%. Mientras que la participación de la cartera de crédito disminuyó al pasar del 57.3% de los recursos totales de la banca comercial en el primer periodo, al 23.6% en la etapa post crisis.

El nivel de las tasas de interés está determinado por múltiples factores, como las condiciones que imperan en el mercado internacional, las expectativas del tipo de cambio, la demanda de préstamos, el nivel de riesgo país, entre otros. No obstante, la autoridad monetaria tiene la capacidad de reducir la dispersión entre las tasas de fondeo: la tasa interbancaria y el rendimiento de los CETES.

La tasa de CETES, que es establecida por medio de subastas en un mercado mayoristas al que sólo tienen acceso los intermediarios financieros, representa, a su vez, la tasa líder y de equilibrio. El nivel de los CETES determina la entrada o salida de capitales y sostiene el nivel del tipo de cambio, en concordancia con el control de la inflación.

El bajo nivel de la tasa de depósitos permitió reducir las tasas de interés sin deteriorar la rentabilidad bancaria. Esto gracias al fortalecimiento del oligopolio bancario y la creciente integración de México al mercado

financiero mundial. Los bancos no pagan rendimiento competitivo no sólo porque tienen acceso privilegiado al mercado de deuda pública, sino porque pueden fondearse en el exterior a bajas tasas de interés (Mántey, 1999: 449).

La segmentación del mercado financiero nacional ha tenido una importante incidencia sobre la deuda pública, porque permite que los intermediarios bancarios paguen a sus depositantes tasas de interés inferiores a las de un mercado competitivo, comportamiento contrario a los resultados esperados por la liberalización financiera.

Como resultado del oligopolio bancario, la tasa de depósitos influye en la tasa primaria de CETES. Ésta, a su vez, determina la conducta acomodaticia que sigue el Banco Central (por medio del corto) para aproximar la tasa de fondeo e interbancaria a la líder. El instituto emisor interviene diariamente en el mercado de dinero, no para controlar el nivel de las tasas de mercado, sino sólo para mantener las tasas ordenadas en el mercado de títulos gubernamentales, para reducir su volatilidad (Mántey, 2002: 8).

La combinación de un oligopolio en el mercado bancario con un oligopsonio en el mercado mayorista de valores gubernamentales, generó un margen financiero libre de riesgos. Los intermediarios financieros tuvieron pocos incentivos para colocar títulos de manera indirecta en el mercado bursátil a fin de dar vencimiento a largo plazo a las empresas (Mántey, 2002: 8)

Finalmente, las imperfecciones del sistema financiero mexicano, como el oligopolio en el mercado bancario, oligopsonio en el mercado mayorista de valores gubernamentales y el precario desarrollo del mercado de capitales, han repercutido negativamente en las finanzas públicas y en la estrategia de crecimiento. El costo de retener los capitales externos en nuestro país ha recaído en el gobierno, aun cuando sus finanzas son saludables:

“...Al aplicarse políticas de desarrollo del mercado financiero en una economía cuyo sector bancario es oligopólico, la escasez de valores privados con alta calidad crediticia obliga al gobierno a abastecer la demanda de títulos que se genera para las carteras privadas, particularmente de los inversionistas institucionales” (Mántey, 2002: 8).

En el próximo capítulo analizaremos cómo la tendencia de las colocaciones de valores gubernamentales con fines de regulación monetaria, por parte del Banco Central, están definiendo la tendencia de la deuda pública negociable durante la última década.

2.6 Conclusiones

La liberalización financiera en México no estimuló una eficaz conexión en el proceso ahorro-inversión, como era de esperarse siguiendo el pensamiento de McKinnon. Al contrario, se generó una banca rentista del gobierno, con pocos incentivos para otorgar créditos, crecientemente concentrada y que no estimula el ahorro privado. Por otra parte, el gobierno concentra la mayor parte de la emisión de bonos en el mercado

de dinero, mientras que el sector privado sólo de manera marginal busca financiar sus actividades por este conducto. Ni la liberalización ni la privatización generaron mercados eficientes y competitivos.

La desregulación financiera de las tasas de interés tampoco tuvo el impacto buscado por los teóricos de la liberalización, no incrementó la propensión al ahorro, ni por tanto, incidió positivamente en la disponibilidad del crédito. Al contrario, dada la estructura oligopólica que prevalece en los intermediarios financieros, estimuló un aumento del margen financiero y la creación una renta para los bancos libre de riesgos.

Dentro de la estrategia implementada por el gobierno mexicano, la consolidación de un mercado de capitales fue un factor clave, ya que ayudó al financiamiento no inflacionario del sector público, pero al ser un mercado restringido a los inversores institucionales encareció la disponibilidad de este tipo de recursos.

Por su parte, la banca a los largo de este proceso ha registrado importantes transformaciones. El proceso de privatización trajo aparejada la generación de problemas de cartera vencida. Ante la búsqueda de un retorno más rápido de lo invertido, la poca experiencia en la administración de estas instituciones por los nuevos banqueros y los problemas en el entorno macroeconómico, generaron una crisis bancaria sin precedentes. Posteriormente, con el rescate bancario y el saneamiento de los bancos se abre la puerta para la extranjerización de la banca, y por ende, para crecientes presiones sobre la moneda nacional, la política fiscal y los gobiernos locales. Lamentablemente el costo de la mala administración de los bancos fue con cargo al erario público.

Otro factor relevante concerniente a la banca es la presión que ejercen las políticas de rescate bancario. Los crecientes requerimientos de financiación de la deuda pública interna, a través de los bonos IPAB, constituyen una presión importante para fijar las tasas de interés.

Tampoco el ingreso de intermediarios extranjeros ha podido corregir las distorsiones en las tasas de interés, que en lugar de competir con tasas más atractivas en préstamos y depósitos, han pretendido hacer válido su liderazgo en el mercado interno de divisas (Mántey, 1999: 149).

La liberalización financiera en México incrementó los márgenes financieros sin aumentar la oferta de préstamos. Esta creciente diferencia entre tasas activas y pasivas desalentó la concesión de créditos en la fase recesiva del ciclo. Los inversores institucionales generan una mayor demanda por bonos gubernamentales, y el sector privado se ve en la necesidad de intervenir para evitar descensos indeseados en la tasa de interés. De esta forma la deuda pública con fines de esterilización monetaria alienta el racionamiento del crédito (Mántey, 2002: 5).

Como podremos establecer en el siguiente capítulo, las operaciones de regulación monetaria han estado definiendo la tendencia de la deuda pública negociable, y están insertas en una política económica que generan su propio encarecimiento, dado el alto nivel de las tasas de

interés reales relativo que debe mantener. Estas, a su vez, limitan el crédito, dificultan el refinanciamiento e incluso incrementan nuevamente las carteras vencidas.

CAPÍTULO TERCERO

LOS COSTOS DE LA REGULACIÓN

MONETARIA EN MÉXICO, 2001-2005

Introducción

El presente capítulo tiene por objeto estimar la relación entre la política monetaria restrictiva, las operaciones de regulación monetaria y el costo de la deuda pública interna. En el segundo capítulo se estableció como la liberación financiera no tuvo el impacto esperado por los teóricos de la liberalización sobre eficiencia y competitividad de los mercados financieros. En particular, se generó una banca rentista del gobierno, poco conectada con el estímulo a la inversión, con un alto grado de concentración de capitales y en manos de inversionistas extranjeros, en su mayoría. Aunado a lo anterior, la desregulación de las tasas de interés, dada la estructura oligopólica de los intermediarios financieros, no estimuló el crédito privado e incidió negativamente sobre las cuentas del gobierno.

Bajo este contexto, en este último capítulo analizaremos cómo las políticas de restricción monetaria han incrementado el endeudamiento público interno en México por tres razones: porque han elevado las tasas de interés reales relativas y, por lo tanto, el costo de la deuda pública interna; por la esterilización del dinero bancario privado; y por la estructura oligopólica del sistema bancario.¹ Esto en el periodo 2001-2005.

3.1 Liberalización financiera, inestabilidad monetaria y deuda pública interna

Este apartado está dirigido a analizar la relación entre el proceso de liberalización financiera, los flujos de capital externo y el papel de la compra venta de valores gubernamentales con fines de regulación monetaria.

La liberalización económica, basada teóricamente en una estrategia de industrialización orientada hacia las exportaciones, transformó los mecanismos de estabilización monetaria en México. La política monetaria en el sistema regulado, vigente hasta principios de los años ochenta, la oferta de divisas se sostenía por medio de tres instrumentos de política económica: i) regulación de las tasas de interés pasivas; ii) el encaje legal sobre los depósitos bancario y iii) la adecuación del gasto público ante desequilibrios de la balanza de pagos (Mántey, 1998: 245). Bajo este contexto, la emisión de deuda interna respondía a las necesidades de financiamiento del déficit público.

En un sistema desregulado, como vimos anteriormente, se liberalizan las tasas de interés, se suprime el encaje legal y se desregula la inversión extranjera (Mántey, 1988:248). A su vez, el sector público equilibra sus finanzas. La combinación de estos factores incrementó la liquidez de la economía, lo que se reflejó en el aumento del multiplicador monetario, y

¹ Esta hipótesis fue tomada de un trabajo de Guadalupe Mántey de Anguiano, publicado en mayo de 1999: Mántey de Anguiano, Guadalupe: (1999) "Política monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles" *Comercio Exterior*, Bancomext, mayo de 1999. Al plantear el presente trabajo consideramos, que a pesar de que se emiten los Brems con cargo al Banco Central y existen otros elementos para regular la liquidez de la economía, la hipótesis continua siendo valida.

por tanto, en el deterioro de la cuenta corriente. La emisión de deuda interna se desligo de las necesidades financieras del Estado y se vinculó principalmente a la regulación monetaria.

La liberalización económica implicó que el Estado dejara de regular el movimiento de capitales y mercancías. Por el lado del sector productivo, aunque las exportaciones crecieron vertiginosamente, el desplazamiento de la producción nacional por las importaciones tuvo un impacto mayor, lo que determinó un creciente deterioro de la balanza comercial. Por el lado del sector financiero, la inversión extranjera se convirtió en el elemento central que financiaba el crecimiento económico.

La liberalización de las tasas de interés aumentó las presiones sobre la balanza de pagos e incrementó el poder monopólico de los bancos. La banca comercial aprovechó las barreras institucionales que determinan la segmentación del mercado de dinero y el libre arbitraje de las tasa de interés, para obtener una cuasi renta fiscal.

En la década de los noventa, los crecientes flujos de capital externo, los avances de la apertura económica y la consolidación del proceso de liberalización financiera en México, determinaron la necesidad de aumentar la colocación de valores públicos como mecanismo estabilizador de la base monetaria. La aplicación de políticas monetaria y cambiaria para estabilizar la economía, ante un entorno de capitales volátiles, incrementó el déficit en cuenta corriente y determinó la necesidad de aplicar una política proteccionista de las reservas internacionales por parte del Gobierno Federal.

La globalización financiera ha estado acompañada con profundas y frecuentes crisis financieras.² Ante los peligros de contagio financiero, los países con moneda débil, han tenido que acumular altos niveles de activos líquidos externos, para estar preparados contra el pánico en los mercados financieros y las rápidas reversiones de los flujos de capital. El control de la liquidez se puede realizar de tres formas: reduciendo la deuda de corto plazo, creando facilidades de colateralización del crédito e incrementando las reservas de divisas del Banco Central ((Feldstein 1999) citado en Rodrick, 2006:2).

La acumulación de reservas ha sido la estrategia preferida de los países en desarrollo, pero es altamente costosa. Los bancos centrales conservan sus reservas de divisas en bonos de corto plazo y bajo rendimiento del Tesoro de los Estados Unidos. La diferencia entre el rendimiento sobre los activos de reserva líquida y el costo externo de estos fondos (rendimientos que se ofrecen en los mercados locales), representa el denominado costo social del autoaseguramiento (Self-insurance), (Feldstein, 1999) citado en Rodrick, 2006:2).

En México, dado que no se cuenta con condiciones macroeconómicas, productivas y financieras que garanticen la estabilidad de la moneda, se aplican políticas monetarias y fiscales restrictivas, para crear las condiciones de confianza, rentabilidad y convertibilidad deseadas por el capital financiero. El Estado procura mantener altos niveles de reservas

² México (1995), Este de Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1992), Turquía (2001) y Argentina (2002).

internacionales, que mantengan un tipo de cambio fijo o semi fijo, garantizando así la rentabilidad en dólares del capital financiero (Huerta, 2005: 23).

El monto de capitales externo de corto plazo que han arribado a México es superior a la capacidad de absorción de la economía, prueba de ello es la creciente acumulación de reservas internacionales y la necesidad de asumir crecientes costos de la deuda pública interna con fines de regulación monetaria. Ante presiones del lado de la cuenta de capital, el Banco Central ha tenido que aplicar políticas monetarias restrictivas, para contrarrestar la inflación e incrementar su nivel de reservas internacionales (López 2006, 241).

La aplicación de políticas monetarias restrictivas aumentan las tasas de interés. Esto atrae mayores flujos de capital externo garantizando la estabilidad del tipo de cambio, lo que permite controlar la inflación y mantener la rentabilidad del capital financiero. Sin embargo, este aumento de las tasas de interés acrecienta el costo de la deuda pública interna y obliga al gobierno a contraer su gasto para no tener déficit creciente que aumente el riesgo país (Huerta, 2005: 26).

En los países emergentes las operaciones del mercado abierto se vinculan a los flujos de capital externo, por lo tanto, los bancos centrales tienen limitadas capacidades para estabilizar la economía en tiempos de crisis: “Los bancos centrales están imposibilitados de detener las salidas de capital externo y deben establecer políticas procíclicas, profundizando las crisis financieras de los agentes deudores nacionales sin revertir las salidas de capitales” (Levy, 2004,57).

Cabe mencionar, que el creciente endeudamiento público con fines de regulación monetaria, bajo el contexto en que las barreras institucionales segmentan el mercado de valores gubernamentales e impiden el libre arbitraje de las tasas de interés, ha provocado la contracción del crédito bancario y el escaso desarrollo del mercado de capitales (Mántey, 2004:101).

3.2 Mecanismos de estabilidad monetaria en el contexto de la liberación financiera

El presente apartado se abocará a registrar el cambio en los objetivos e instrumentos de la política monetaria dado un contexto de liberalización financiera. Las acciones de política directa han sido sustituidas por operaciones indirectas que persiguen la inducción de los agentes hacia los objetivos perseguidos.

Las transformaciones del sistema financiero modificaron la forma en que se implementa y trasmite la política monetaria en México; si antes se determinaba de manera directa los montos de crédito y las tasas de interés, ahora el control de éstas variables se realiza de manera indirecta, a través, principalmente, de operaciones en el mercado abierto, operaciones en el mercado cambiario y tratando de garantizar el acceso a la información para todos los agentes que participan en el mercado.

Podemos caracterizar a México, como una economía pequeña, abierta, con libre movilidad de capitales y moneda débil. Bajo esta perspectiva,

se exponen los mecanismos con los que cuentan las autoridades para regular la oferta de dinero.

3.2.1 Tipo de cambio, reservas internacionales y base monetaria

Un adecuado manejo de la política cambiaria permite mantener la estabilidad monetaria y, a su vez, la competitividad de los productores nacionales. Las repercusiones que tengan los movimientos de las tasa de interés dependerá del tipo de régimen que se siga, ya sea un tipo de cambio fijo o flexible.

En un régimen de tipo de cambio fijo se necesita un determinado nivel de divisas para mantener el valor establecido por el Banco Central. Ante un exceso de divisas, el Banco Central compra las mismas e incrementa sus reservas internacionales, por lo tanto la base monetaria se expande. Por el contrario, si tenemos un nivel de divisas menor al requerido, el Banco Central debe vender dólares al precio establecido, reduciendo las divisas con que cuenta el país. Bajo este esquema, el crecimiento de las tasas de interés puede acrecentar el nivel de las reservas internacionales, y por tanto, el Banco Central tiene que “esterilizar” esta entrada de recursos para evitar que la inflación crezca.

En un régimen de tipo de cambio flexible los excesos de oferta y demanda de divisas son equilibrados por las mismas variaciones del tipo de cambio. No obstante, en la práctica el Banco Central mantiene reservas de acuerdo con otros objetivos, como el control de la base monetaria y las necesidades de importaciones. Bajo este sistema, el crecimiento de la tasa de interés tiene un impacto positivo sobre el precio de los activos domésticos La apreciación de la moneda puede: i) reducir la demanda extranjera por nuestras exportaciones; y ii) disminuir el costo de la deuda externa.

En el contexto actual, el crecimiento de los flujos de capitales internacionales afecta la base monetaria. Este impacto se podría aislar aplicando un régimen de tipo de cambio flotante, pero la inestabilidad del tipo de cambio pondría en riesgo la rentabilidad del capital financiero. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo o bajo una banda predeterminada, se podría controlar el mismo, pero se pierde el control sobre la base monetaria. Para resolver este conflicto se aplican operaciones de esterilización monetaria que compensan el efecto de la compra venta de moneda extranjera (López, 2003: 151).

3.2.2 Tasas de interés, tipo de cambio y control de precios

En un contexto de alta volatilidad de capitales, las tasas de interés internas en los países en desarrollo se han convertido en el principal elemento estabilizador. Los movimientos en la tasa de interés pueden afectar el nivel del tipo de cambio. A medida que aumenta el diferencial entre la tasa interna y la tasa externa, aumenta el flujo de capitales hacia una economía, lo que determina una sobrevaluación o apreciación del tipo de cambio. Esto modifica los precios relativos, abaratando las importaciones y disminuyendo la competitividad de las exportaciones. Altas tasas de interés sumadas a la pérdida de competitividad de las

exportaciones contraen el producto. A su vez, la sobrevaluación, en una economía altamente importadora, reduce el nivel de precios, ya que la producción es fuertemente dependiente de las importaciones (López, 2006:241).

Dado el alto volumen de los flujos de capitales internacionales de corto plazo, el tipo de cambio depende en la actualidad más de los diferenciales en las tasas de interés de corto plazo, que del déficit comercial o de los diferenciales de inflación (Mántey, 1998:27).

En un sistema financiero desregulado, el Banco Central sólo puede influir sobre la tasa de interés de dos maneras: con cambios en la cantidad de reservas que ofrece al sistema financiero y con operaciones en el mercado abierto. La autoridad administra las reservas, dejando que las tasas de interés pasivas se ajusten al nivel que éstas y otras variables determinen (López, 2003: 166). Las tasas de interés de corto plazo quedan determinadas por la disponibilidad de reservas, las tasas de interés internacionales, las variaciones del tipo de cambio, las expectativas de ganancias, entre otras variables.

En México, a partir de 1990, se aplica una política de altas tasas de interés con estabilidad del tipo de cambio para asegurar los flujos de capital externo de corto plazo. Altas tasas de interés, con respecto a las tasas internacionales y a la inflación interna, mantienen el flujo de capitales externos necesario, para mantener la credibilidad de que el Banco Central mantendrá estable el tipo de cambio. Sin embargo, éstas incrementan el desequilibrio externo e inciden negativamente sobre el crecimiento económico.

La capacidad del Banco Central de influir en el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo y en el tipo de cambio nominal está en función del cociente entre reservas internacionales e importaciones, que determina la capacidad del Banco Central para intervenir en el mercado cambiario, y el diferencial de tasas internas y externas, a través de las cuales se mantiene el flujo de capitales externos (López 2006, 245).

3.2.3 Operaciones de regulación monetaria

Las variaciones de las reservas internacionales inciden sobre la base monetaria, ésta, a su vez, modifica la oferta de dinero. Esto puede incidir sobre las tasas de interés, el nivel de precios, las expectativas del tipo de cambio y la demanda agregada. Por esta causa, el Banco Central, ante variaciones de las reservas internacionales, tiene que aplicar movimientos inversos en el crédito interno neto. A esto se le denomina operaciones de esterilización monetaria.

La no esterilización de la entrada de divisas provocaría distorsiones en la demanda agregada, ya que el aumento de la liquidez disminuiría las tasas de interés y aumentaría la demanda agregada. Esto, por un lado, reduce la rentabilidad del capital financiero, afectando de manera negativa la entrada de capitales, y por el otro, deteriora la balanza comercial, por las presiones de la demanda (López, 2003: 137).

Las operaciones de esterilización, elemento fundamental de la estabilización antinflacionaria en México, tiene 3 objetivos: a) ejercer

un control sobre la base monetaria, evitando que las fluctuaciones en el tipo de cambio afecten a la inflación y/o la balanza comercial; b) intercambio de deuda externa neta por deuda interna no monetaria; y c) evitar variaciones en la en la tasa de interés incidan sobre la demanda agregada.

“La esterilización implica un cambio doble de deudas: i) el Banco Central compra divisas a cambio de billetes de su emisión, por lo tanto cambia deuda externa (en moneda extranjera) por deuda interna (en moneda nacional; ii) el Banco Central, con el fin de mantener estable la base monetaria, intercambia una deuda en moneda nacional que no paga intereses, por otra deuda interna de carácter monetario, que sí paga intereses” (López, 2003: 155).

Sin embargo, el exceso de esterilización acarrea desequilibrios en el sector externo y en las finanzas públicas. El Banco Central acumula una gran cantidad de divisas con el fin de conservar la confianza sobre la estabilidad del tipo de cambio. Esto acarrea, tanto pérdidas para el Banco Central como para el gobierno federal, que emiten valores cuyo rendimiento es mayor, de lo que recibe por acumular reservas internacionales.

3.3 Principales fuentes de presión sobre la base monetaria, 1985-2005

Este tercer apartado tiene por objeto establecer las principales fuentes de presión sobre la base monetaria: i) los flujos de capital externo; ii) las finanzas públicas; y iii) el financiamiento privado.

La década de los ochenta marca el tránsito de los préstamos bancarios sindicados hacia el financiamiento accionario, es decir, se establecen programas para canjear deuda por participaciones de acciones de las empresas de los países en desarrollo. Esto requería la creación de una economía privada total con libre entrada y salidas en los mercados internos y externos. Bajo este marco es que avanzan los procesos de privatización (que incrementan la oferta de acciones corporativas), liberalización y desregulación financiera, y los programas de estabilización (tipo de cambio estable, reducción de la inflación y saneamiento de las finanzas pública) (Kregel, 1998: 46).

Durante los años noventa los países en desarrollo tienen éxito en atraer flujos de capital, pero sólo se logra un magro crecimiento del ingreso per cápita. Los flujos de capital todavía se determinaban por las tasas de interés relativas, si los países en desarrollo incrementaban las tasas de interés, los países en desarrollo hacían lo mismo o depreciaban su moneda, ello incrementaba la fragilidad financiera. De esta manera, México pasaba de la escasez a la abundancia de capitales.

En los años noventa se presentan nuevas forma de inestabilidad financiera que deterioran la balanza de pagos: a) el menor nivel de inflación aprecia al tipo de cambio real, esto reduce la competitividad de los productos nacionales; b) las altas tasas de interés y el menor nivel de inflación, incrementan el tipo de cambio real, lo que reduce la inversión nacional que ya no se ajusta a la mayor competencia; c) los menores

niveles de inflación incrementan la riqueza, y por lo tanto, inciden positivamente sobre el consumo, aumentando la demanda de importaciones (Kregel, 1998: 50). Esto afecta de manera negativa al sistema bancario, aumenta la cartera vencida y se incrementan los cargos sobre reservas, lo que significó reducir el crédito.

Para financiar el déficit en cuenta corriente (la falta de ahorro privado ante las necesidades de inversión, dado el equilibrio en las finanzas públicas) se necesita atraer ahorro externo (flujos de capital externo), para ello se requieren altas tasas de interés y perspectiva de baja inflación (tipo de cambio estable). Los flujos de capital externo exceden la capacidad de absorción de la economía, por lo tanto, el Banco Central tiene que intervenir para esterilizar el flujo de divisas, y no permitir que estas expandan la base monetaria e incidan sobre la inflación.

Altas tasa de interés, mejoras en la posición fiscal del gobierno y perspectivas de baja inflación, atraen inversión extranjera (de cartera), incrementan los flujos de capitales. Esto aumenta la presión sobre el tipo de cambio, daña la competencia, disminuye la inversión interna y agrava los problemas de balanza de pagos. El Banco Central debe intervenir para estabilizar la moneda, aunque atempera los efectos negativos sobre las tasas de interés (Kregel, 1998: 51).

La esterilización, como hemos mencionado, aumenta las tasas de interés, los flujos de capital e implica un deterioro endógeno de las cuentas del gobierno.

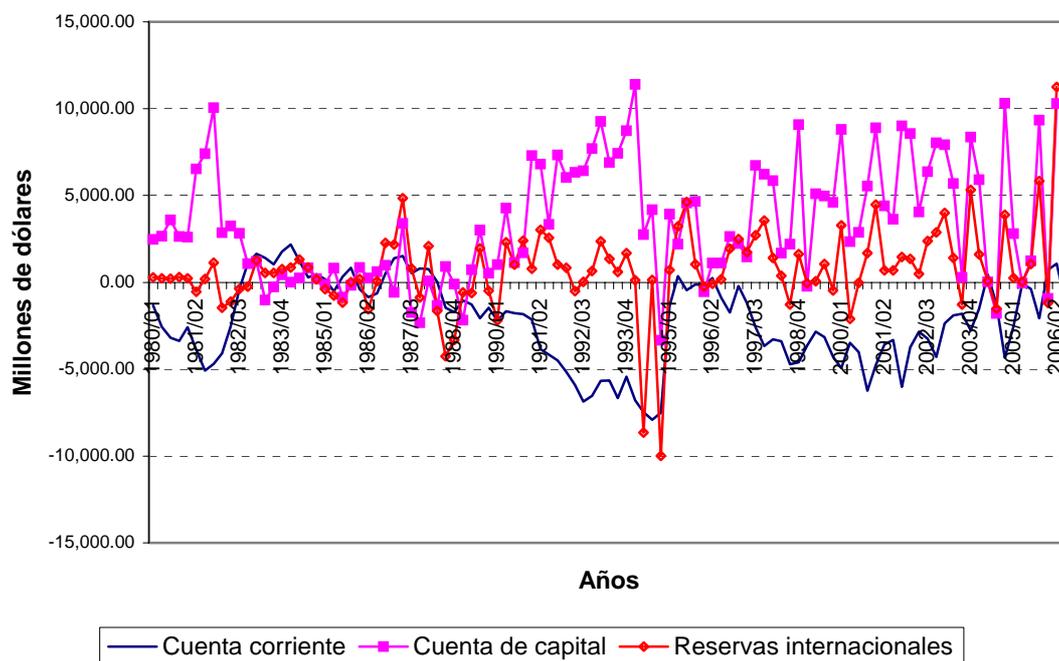
3.3.1 Flujos de capital externo

La balanza de pagos refleja las transformaciones de la economía mexicana a partir de la puesta en marcha del programa de reforma estructural, tanto en su articulación interna como en sus relaciones con el exterior. En el periodo 1983-1988, la economía prácticamente se mantiene estancada con el fin de garantizar el pago de la deuda externa, por lo tanto, no registra grandes fluctuaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital. Sin embargo, a medida que se recupera el crecimiento económico, y se consolida la liberalización económica, a finales de los ochenta, el déficit en cuenta corriente se dispara, y es compensado por grandes entradas de capital, principalmente inversión extranjera de cartera (IEC) hasta 1994. Posteriormente, estalla la crisis en diciembre de 1994, el producto se contrae, y con él las presiones sobre el déficit en cuenta corriente, aunado a la salida de capitales. En la etapa post crisis, a medida que crece el producto, aumenta el déficit en cuenta corriente, que es compensado con un superávit en la cuenta de capital, pero ahora se privilegia a la inversión extranjera directa (IED) (véase la gráfica 3.1).³

³ Si suponemos que la cuenta corriente es igual $CC=S-I$, podemos desglosar el ahorro y la inversión, en pública y privada, obtenemos $CC = (S_p - I_p) + (S_G - I_G)$. De esta forma, un déficit o superávit en las finanzas públicas, puede afectar a la balanza de pagos.

De esta manera, la inversión extranjera, primero especulativa y posteriormente, directa, se consolida como la principal fuente de financiamiento de la economía mexicana, tomando la función que en los años setenta tuvieron los excedentes petroleros y la deuda externa.

Gráfica 3.1
Balanza de Pagos: cuenta corriente, cuenta de capital
y variación de las reservas internacionales, 1980-2006



Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI

Sin embargo, la inversión extranjera directa no está exenta de peligros y contradicciones. Para Kregel (1998), dadas las innovaciones financieras que permiten que los inversionistas extranjeros obtengan y se deshagan del control de las empresas por medio de fusiones y adquisiciones en los mercados extranjeros, la inversión extranjera directa y los flujos de cartera son igualmente volátiles. Además, la inversión extranjera paga ganancias al extranjero, por la repatriación o relocalización de la inversión. En términos absolutos resulta más costoso pedir prestado capital por medio de inversión extranjera directa que la inversión de cartera y los préstamos sindicados soberanos. No es que la IED sea más permanente, simplemente cuesta más cambiarla; y por tanto, los premios al riesgo del prestamista son mayores. Las ganancias que regresan a los países de origen de la IED son un cargo sobre las reservas, y ello incide en el tipo de cambio. Esto deteriora aun más la balanza de pagos.

Podemos relacionar el incremento del déficit en cuenta corriente con varios factores: i) la mayor participación en el comercio mundial ii) el balance negativo en los servicios factoriales, especialmente por concepto de intereses; iii) se consolida un modelo altamente importador y especializado en maquila; v) se presenta un creciente déficit comercial, por la pérdida de competitividad de las exportaciones ante la sobrevaluación del tipo de cambio y la contracción de la inversión pública en infraestructura; y vi) el manejo de la política cambiaria. Estos factores determinan que se utilice la entrada de capitales, atraídos por medio de la emisión de bonos públicos, para equilibrar la balanza de pagos, excepto en periodos recesivos (véase la gráfica 3.1).

En la cuenta corriente, la balanza comercial adquiere una mayor participación, desplazando a la balanza de servicios y transferencias. Entre 1985 y el año 2000 los ingresos por exportaciones pasan de representar el 74.6% de los egresos a de la cuenta corriente a 83.4%. Mientras que por el lado de los egresos las importaciones pasaron del 52.4% al 84.7%.

En el lado de los egresos destaca la participación de los servicios factoriales, y en especial, los intereses pagados por deuda y de utilidades remitidas por las empresas transnacionales a su casa matriz, que representaron el 3.0% del PIB entre 1989 y 2005. México, como país subdesarrollado, adquiere el papel de importador de capitales y exportador de intereses.

También resalta el crecimiento de los ingresos por transferencias, relacionados con las remesas que envían los emigrantes mexicanos desde los Estados Unidos, que de representar el 1% del PIB en 1989 pasaron al 2.9% en 2005.

Los pasivos de la cuenta de capital están integrados por préstamos y depósitos e inversión extranjera. Desde 1990 se registra un mayor crecimiento de la inversión extranjera, directa y de cartera; su monto máximo se registra en 1993 cuando asciende a 33,206 millones de dólares, que representa el 8.7% del PIB. Estamos hablando de una plétora de capitales externos que han aprovechado el proceso de privatizaciones, las alianzas que han podido establecer con capitales nacionales y sobretodo, la apertura a la inversión de cartera, en especial de la deuda pública interna y privada.

El flujo de capitales externos superó la capacidad que tiene la economía para absorber esos recursos, clara muestra de ello es el crecimiento de las reservas internacionales del Banco de México, y la necesidad de emitir valores con fines de regulación monetaria para absorber el exceso de liquidez. El Banco Central absorbe parte de los capitales que entran, y bajo otra modalidad, devuelve el financiamiento recibido.

Los altos volúmenes de capitales externos de corto plazo permitieron financiar el creciente déficit comercial provocado por la sobrevaluación del tipo de cambio y la apertura comercial, a su vez enfrentar el servicio de la deuda externa mediante la emisión de bonos de regulación monetaria (López 2006, 244).

El Banco Central aísla a la base monetaria de los efectos de la balanza de pago, colocando valores gubernamentales para inducir la elevación de las tasas de interés, independientemente de las necesidades del gasto público, generando con ello un deterioro endógeno en las finanzas públicas e incentivando la especulación financiera.

3.3.2 Política fiscal

En el contexto de la liberalización económica, la política fiscal ha dejado de impulsar el crecimiento económico, subordinándose al objetivo de control de precios que persigue el Banco Central. Desde finales de los ochenta, el gobierno restringe su gasto e inversión, con el fin de no genera mayores presiones sobre la base monetaria, que pongan en peligro

la estabilidad del tipo de cambio. Aunado a lo anterior, el gobierno ha renunciado al control de la moneda con el establecimiento de la autonomía del Banco de México decretado en 1994, lo que lo hace depender de los ingresos tributarios, la emisión de deuda y la venta de activos (proceso de privatizaciones), para financiar sus gastos.

Desde la perspectiva de la teoría convencional, la disciplina fiscal contribuye al control de precios, aumenta el poder adquisitivo de la población y reduce la tasa de interés, por lo que dinamiza la demanda, la inversión y la actividad económica. El déficit público, además de generar mayor inflación, presiona sobre la demanda de crédito, aumenta las tasas de interés y genera un efecto crowding out⁴ sobre el sector privado (Huerta, 2006: 44).

La privatización de paraestatales, la reducción del gasto corriente y del pagos de intereses de deuda pública, entre otros factores, determinaron que el gasto presupuestal pasara de representar el 33.5% del PIB en 1988 al 24.5% en 1994. En 1995, año de la crisis, el gasto presupuestal se redujo a 19.8% del PIB, y entre 1996 y 2005 se mantuvo alrededor de 21.3%.

Por el lado de los ingresos, a medida que avanza el proceso de liberalización económica se registra un mayor deterioro en las entradas públicas. El ingresos presupuestal que representaba el 25.5% del PIB en 1988 se redujo a 21.5% del PIB en 1994, en 1995 representó el 21.5% y en la etapa post crisis, representó el 20.6% en promedio. Esto se explica principalmente por la menor capacidad recaudatoria del Estado, la contracción de los ingresos de organismos y empresas paraestatales y por la reducción de los ingresos del Gobierno Federal.

Como resultado de lo anterior, el balance presupuestal⁵, que presentaba un superávit de 8% del PIB en 1988, se reduce a 0.3% en 1994, y se mantiene alrededor del 0.6% del PIB en promedio durante el periodo 1995-2005. Asimismo, mientras en 1988 se registró un superávit extra-presupuestal de 1.4% del PIB, en 1994, se registró un superávit de 0.2% del PIB. Posteriormente, en el periodo 1995-2005, se mantiene el balance extra-presupuestal equilibrado, es decir, de 0%, en promedio.

El balance económico primario, que resulta de descontar al balance presupuestario el costo financiero de los sectores presupuestario y extrapresupuestario, pasó de un superávit de 6.9 % del PIB en 1988, a un superávit de 1.9% en 1994. Un año después, como consecuencia de la crisis económica, creció a 4.0% y, en el periodo 1996-2005, representó el 2.4% del PIB, en promedio.

Sin embargo, a pesar de que la disciplina fiscal garantiza la estabilidad monetaria cambiaria, también actúa en detrimento del mercado interno y la producción. La contracción de la inversión y el gasto público al no

⁴ Crowding out. El también denominado efecto desplazamiento, se refiere a una situación en la que la deuda pública reduce la capacidad de inversión de las empresas. Al aumentar la deuda pública y la emisión de valores públicos, se provoca un trastorno en las condiciones financieras, ya que disminuyen los recursos disponibles; esto desplaza a la inversión privada

⁵ El balance presupuestario es el déficit o superávit que resulta del la diferencia entre la cuenta corriente y la cuenta de capital más otros gastos no programables

dinamizar la demanda agregada, reduce el ingreso de la población. Esto determina que las empresas que abastecen el mercado interno, no puedan realizar sus ventas y cumplir con sus compromisos de pago, por lo tanto, no acceden al crédito, lo que desincentiva la inversión. A su vez, la disciplina fiscal reduce la liquidez de la economía, aumentando la tasa de interés y disminuyendo los depósitos y reservas bancarias, lo que reduce la disponibilidad crediticia (Huerta, 2006: 45).

Paradójicamente, en el periodo post crisis (1996-2005), mientras en el sector público se impone la disciplina fiscal, la deuda pública interna crece.

La política económica que persigue la estabilidad cambiaria, genera altas tasas de interés, baja competitividad, bajos ingresos para las empresas, las familias y el sector público. Resultado de lo anterior es un proceso donde las necesidades financieras del gobierno son mayores que los ingresos tributarios, lo que incrementa la deuda pública (Huerta, 2006).

Este proceso de endeudamiento público se da básicamente en moneda nacional. Dadas las altas tasas de interés interna y la apreciación cambiaria, resulta más atractivo al capital nacional comprar deuda en moneda nacional, que prestarle al gobierno en dólares. El crecimiento de la deuda pública interna es resultado de las políticas de estabilización económica.

3.3.3 Financiamiento privado

Un tercer factor, que puede generar presiones sobre la base monetaria, es la expansión del financiamiento privado. Éste puede proceder de dos fuentes: el financiamiento bancario y el financiamiento bursátil.

En cuanto al financiamiento bancario, podemos utilizar como un indicador aproximado, la cartera de crédito bancario al sector privado. En el periodo 1990 a 1994 se registra una importante expansión del crédito privado. Posteriormente, en 1995, inicia una etapa de contracción de la cartera de crédito. En 1994 el financiamiento otorgado por la banca comercial representó el 41.6% del PIB, para el 2005, tan sólo representó el 15.7%. Sobre todo se contrae el financiamiento otorgado al sector privado, que pasa del 39.9% al 11% del PIB, en el mismo periodo (véase gráfica 2.4).

La liberalización financiera unificada al equilibrio en las finanzas públicas, incrementó los recursos crediticios canalizados al sector privado, aumentó el multiplicador bancario y disparó el déficit en cuenta corriente (Mántey, 1988, 260).

Paradójicamente, la contracción del crédito es acompañada por la bonanza de la banca comercial. Este sector registra altas utilidades, como resultado de sus ingresos obtenidos por: i) el financiamiento de la deuda pública; ii) el pagaré Fobaproa; y iii) por el cobro de altas comisiones por los servicios ofrecidos a sus usuarios (Garrido, 2005: 200)

La otra fuente de financiamiento al sector privado es el financiamiento bursátil. En México este tipo de financiamiento tiene muy poca relevancia dentro del sistema financiero, apenas el 2.5% del PIB en 1993, su nivel máximo, y solamente está relacionado con un pequeño segmento de grandes empresas. El financiamiento bursátil al sector privado siguió una trayectoria similar a la del crédito bancario.

Cabe mencionar, que han cobrado mayor importancia una serie de instituciones que cubren segmentos no cubiertos por los intermediarios bancarios tradicionales, como las Sofoles, las sociedades de inversión y las Siefors, que tienen un potencial relevante de financiamiento al sector privado.

En síntesis, desde 1994 a la fecha, el sector financiero mexicano se caracteriza por la contracción del crédito bancario y el crecimiento de las fuentes no bancarias en el financiamiento al sector privado; por la caída en la capitalización real en el mercado accionario y baja colocación de título de deuda privada; por la concentración de las carteras de inversionistas institucionales en los valores que emite el sector público; y por un elevado endeudamiento con fines de regulación monetaria (Mántey, 2004).

3.4 La deuda pública interna en México

Este apartado está dedicado a analizar el endeudamiento público con fines de regulación monetaria. Con este fin se estudia, en primer lugar, el problema de deuda pública para ponderar la importancia del endeudamiento en moneda nacional. En segundo lugar se considera la estructura de la deuda pública interna, en particular se valora la importancia de los valores gubernamentales con fines de regulación monetaria. Por último, se analizan otros valores públicos que también están dirigidos a regular la moneda.

El problema del sobreendeudamiento público siempre ha estado presente en la economía mexicana, claro con ciertos matices a raíz de las sucesivas renegociaciones y transformaciones de los paquetes de deuda. La diferencia radica en que, desde finales de los ochenta, al endeudamiento externo se agregó una abultadísima y creciente deuda interna.⁶

Podemos identificar tres grandes periodos en el manejo de la deuda en México: a) 1970-1982 un proceso de creciente endeudamiento externo; b) 1982-2004, caracterizado por la renegociación de la deuda externa y por la bursatilización de la deuda interna; y c) de 1995 a la fecha, que se caracteriza por la redefinición de la deuda pública interna, el reconocimiento de la deuda contingente asociada al sistema de pensiones, al recate bancario y a las entidades federativas (Hernández 2000,7).

⁶ La deuda pública se puede dividir interna y externa, la primera proviene del ahorro externo, mientras que la deuda interna surge como resultado de colocación de valores gubernamentales entre el público ahorrador o de la emisión monetaria y las reservas bancarias (base monetaria)

La deuda económica amplia neta⁷, que incorpora los pasivos netos del Gobierno Federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (banca de desarrollo y fideicomisos de fomento), registra, en términos generales una tendencia decreciente. A mediados de los ochenta, como resultado de una abultada deuda externa, llegó a representar el 90% del PIB, mientras que en 1988 y 1994, representaba el 60.4% y el 20%, respectivamente. En el periodo 1996–2005, la deuda económica amplia neta fue del PIB 20.3%, en promedio (véase gráfica 3.4).

En el periodo 1990-2005, podemos encontrar dos grandes tendencias: entre 1990 y 1994, se registra un descenso de la deuda pública interna y de la deuda pública externa, ligado a supresión de los requerimientos de reserva y a la renegociación de la deuda externa, respectivamente. En este periodo, la deuda pública interna neta pasó de 58.3 a 33.0 miles millones de dólares (mmd), mientras que la deuda pública externa neta pasó de 72.2 a 76.1 mmd. El segundo periodo, 1996-2005, la deuda pública interna neta creció a una tasa promedio de 17.9% anual, llegando a un monto de 117.1 mmd en 2005, mientras que la deuda pública externa registró un descenso promedio de 2.1% anual, registrando un monto de 65.7 mmd en 2005. Estas tendencias pueden ser confirmadas con los datos del endeudamiento público neto registrado en la tabla 3.1.

Tabla 3.1
Endeudamiento neto del sector público. 1990-2005
(como % del PIB)

Sector	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Externo	-0.6	0.9	5.0	-0.3	-1.9	0.4	n.s	-1.1	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	-0.9
Interno	4.3	1.1	-3.0	0.9	2.2	2.2	2.4	2.8	1.4	2.2	1.4	1.0	1.7

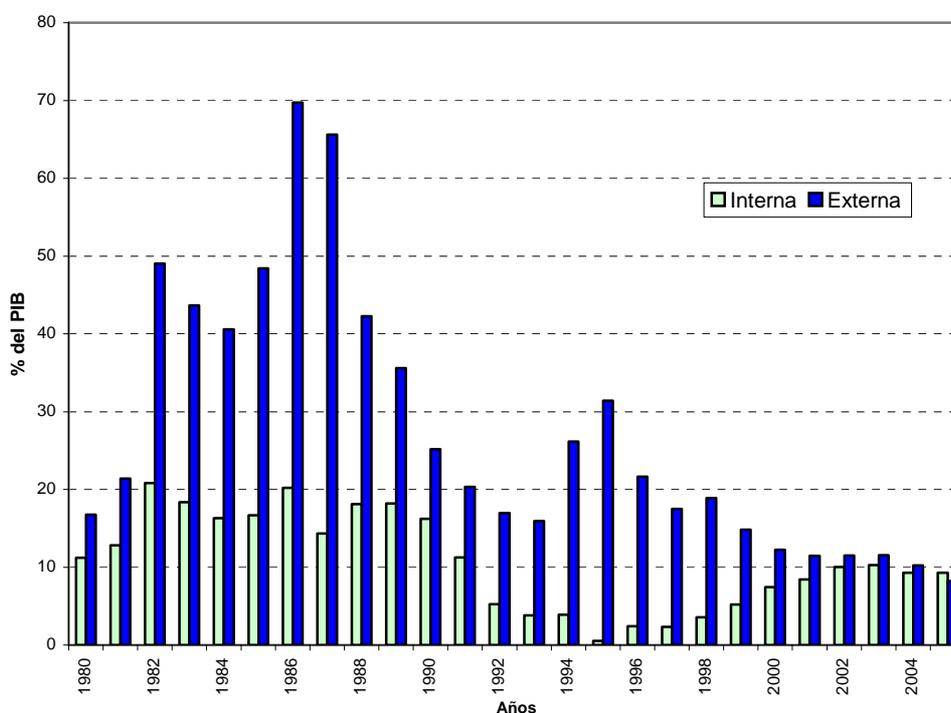
Fuente: Banco de México y Secretaria de Hacienda y Crédito Público

⁷ Los saldos de Deuda Económica Amplia y Deuda Consolidada con Banco de México se definen en términos netos, es decir, a la deuda bruta total se le deducen los depósitos y disponibilidades del sector público.

En el primer lustro de la década de los noventa el descenso de la deuda pública está vinculado, entre otros factores, a la reestructuración de la deuda a través del Plan Brady y al proceso de privatización de empresas paraestatales. En 1995, como consecuencia de la crisis, la deuda pública crece como consecuencia de el paquete de rescate financiado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Posteriormente estos costos pudieron ser transferidos internamente por medio del rescate bancario. Para 1998, la deuda externa vuelve a crecer, pero en una pequeña proporción, como resultado del blindaje financiero.

En el periodo 2001-2005, durante la presidencia de Vicente fox, la deuda pública neta económica amplia ascendió a 20.04% del PIB, en promedio, participando la deuda externa con el 52.8% y la deuda interna con el restante 47.1%. Estos cambios en la participación relativa entre el financiamiento interno y externo corresponden al desplazamiento de los fondos internacionales para financiar la deuda pública, por la recurrencia a los mercado bursátiles y bancarios locales para realizar tal fin.

Gráfica 3.2
Deuda pública neta económica amplia, 1980-2005
(Cómo porcentaje del PIB)



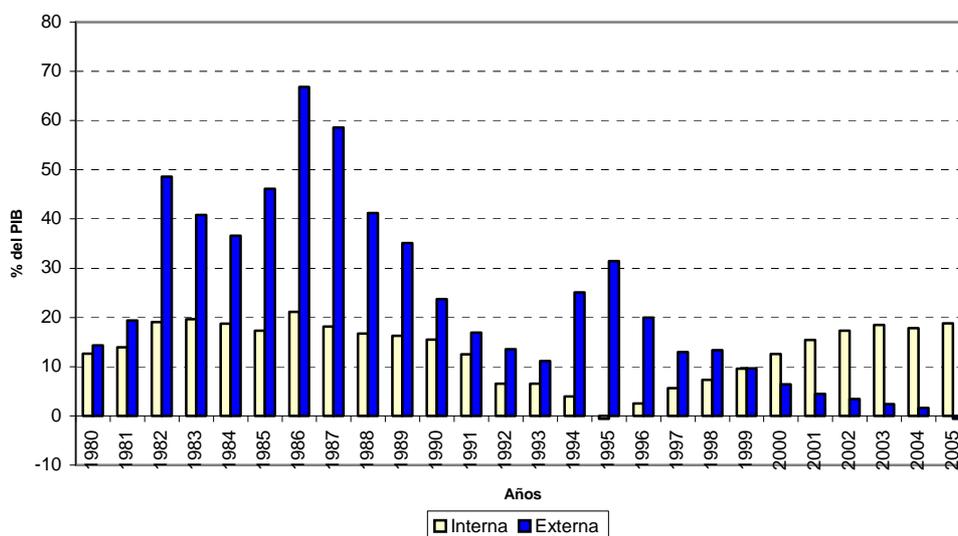
Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI.

En la gráfica 3.4 podemos observar que los principales problemas de endeudamiento fueron en la década de los ochentas, donde la deuda externa dominó la tendencia. En particular, destaca el bienio 1986-1987 donde tan sólo la deuda externa representó cerca del 67.6% del PIB. A principios de los noventa, la deuda pública desciende de manera importante hasta representar el 19.7% del PIB en 1993. Con el inicio de la crisis en 1994-1995, la deuda pública llega a representar el 30% del PIB. A partir del periodo 2002-2003, la deuda interna empieza a crecer de manera importante, llegando a casi a ser igual a la participación de la deuda externa.

Por otra parte, si analizamos la deuda pública consolidada neta con el Banco de México, que incorpora los activos y pasivos financieros del Banco Central con el sector privado, la banca comercial y el sector externo, se confirma, desde 1996, el creciente dominio de la deuda interna es la tendencia general del endeudamiento público (véase grafica 3.5).

La deuda pública interna ha tomado un papel preponderante en el actual manejo de la política económica. Las presiones que ejercen un sistema financiero desregulado y la apertura comercial sobre la economía han determinado una creciente necesidad de recursos públicos para estabilizar la moneda. Estos recursos, desde principios de los noventa, se han obtenido a través de la colocación de valores gubernamentales en el mercado de deuda.

Gráfica 3.3
Deuda pública neta consolidada con el Banco de México, 1980-2005
(Cómo porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI

Hasta inicio de los ochentas la deuda interna se contraía con la banca comercial y el propio Banco Central. Hasta mediados de los ochenta es cuando el mercado de bonos gubernamentales cobra importancia. A partir de 1987, como parte de los programa de reforma estructural, se promueve la liberalización del sistema financiero, y con ello se impulsa la creación de y ampliación de un mercado para valores gubernamentales. Es a partir de entonces que las colocaciones de deuda interna crecen (Hernández 2003, 155). El gobierno, en lugar de los créditos del Banco Central, empezó a financiar su déficit con instrumentos de deuda no inflacionarios en el mercado de dinero

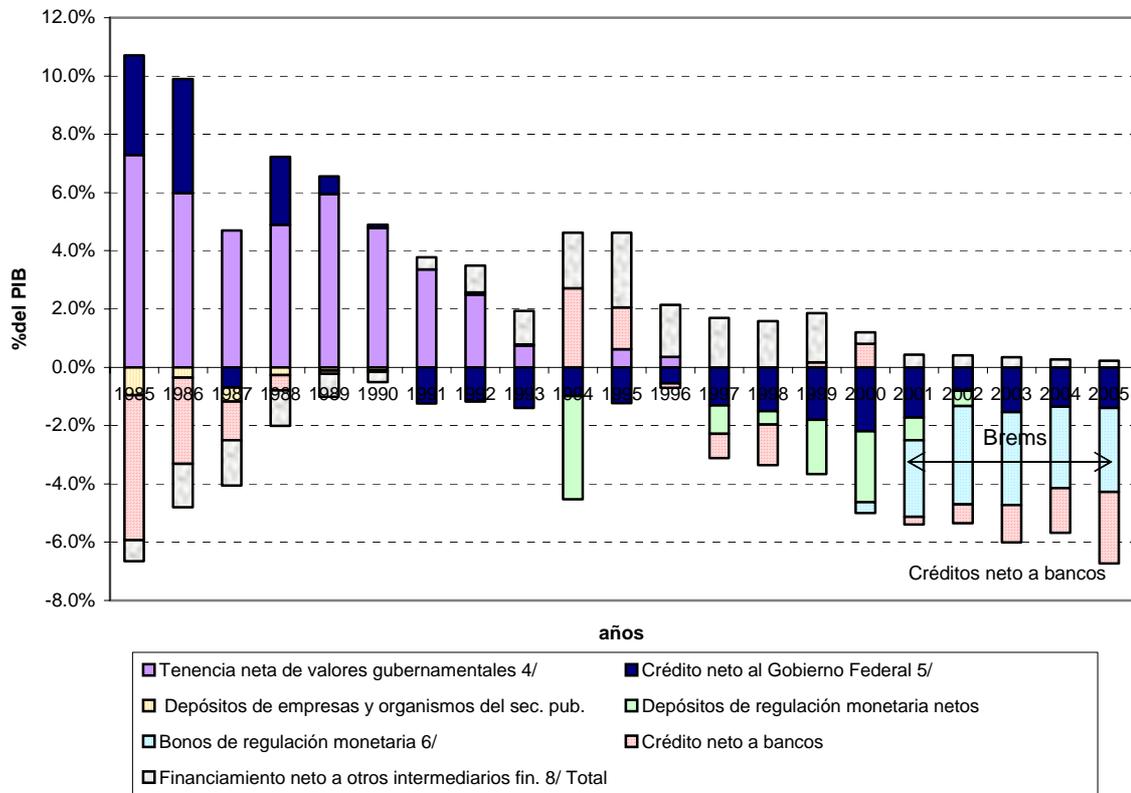
En este periodo, México transitó de un financiamiento de déficit público a través de emisión monetaria ha un esquema donde los recursos se obtiene por medio de mecanismos de mercado (con estructuras no competitivas), en donde las tasas de interés están determinadas por las la oferta y demanda de fondos prestables, las expectativas de los inversionistas y las tasas de interés externas, entre otros factores (Barra, 1994: 337).

La deuda pública interna ha quedado sometida, principalmente, a los requerimientos de la política monetaria. El gobierno federal coloca una parte importante de los recursos captados en el Banco de México para financiar la acumulación de reservas internacionales (Mántey, 1988: 255).

Bajo un sistema financiero desregulado, la emisión de valores gubernamentales responde a la necesidad de proteger las reservas internacionales del Banco de México. Éstas garantizan la estabilidad del tipo de cambio, y por tanto, funcionan como un mecanismo estabilizador del sector externo y la inflación (López 2006: 246). Asimismo, dada la estructura institucional, la deuda pública interna consolida un sistema de transferencia de recursos hacia los acreedores, que estimula la especulación financiera. Todo esto con cargo al erario, que registra un costo financiero creciente del endeudamiento interno.

Por último, en la gráfica 3.3 se registran las tendencias de los principales componentes del crédito interno neto, en especial, el crédito neto al gobierno federal y la tenencia neta de los valores gubernamentales por parte del Banco Central, confirman el papel que asume la emisión de valores gubernamentales, es decir, una parte significativa de la deuda pública interna, asume como un factor fundamental que busca eliminar las presiones sobre la base monetaria. También en esta gráfica se observa el papel de los bonos de regulación monetaria con cargo al Banco Central y del crédito neto a bancos como dos factores fundamentales para regular la liquidez de la economía ante un contexto de desregulación de capitales.

Gráfica 3.4
Crédito interno neto, 1985-2005
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI.

3.4.1 La estructura de la deuda pública interna

La deuda pública interna ha aumentado por varias causas: la emisión de valores para regular la moneda, las presiones de los fondos de pensiones, el rescate bancario, el rescate carretero y por el crecimiento del costo de la deuda pública, derivado de la política de altas tasas de interés relativas. En particular, el crecimiento de la deuda pública interna respondió a la necesidad de atraer capitales para mantener un cierto nivel de las reservas internacionales en el Banco Central, estabilizar el tipo de cambio, y por lo tanto, controlar el nivel de precios.

El endeudamiento público interno procede de dos fuentes: a) el Gobierno Federal; que en 2005 representó el 92.5% del total, y b) los organismos y empresas paraestatales, que en ese mismo año, significaron el 7.8% de la misma.

La deuda pública interna del Gobierno Federal está compuesta por los valores gubernamentales que circulan en el mercado de dinero (CETES, Bondes, Udibonos, Bonos a tasa fija, etc.), por los programas de rescate financiero (FOBAPROA-IPAB, rescate carretero, rescate de los ingenios azucareros, etc), por los fondos de Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) y por las Siefores.

La deuda pública interna bruta del Gobierno Federal significó el 17.1% del PIB en 1995, si a ésta le restamos los activos financieros, resulta que la deuda neta representa el 15.8% del PIB. Cabe resaltar que el 94.5% de la deuda pública bruta interna del Gobierno Federal, corresponde a los valores gubernamentales, que en ese mismo año, alcanzaron la cifra de 1,173.3 miles de millones de pesos. El resto de la deuda interna bruta del Gobierno Federal corresponde a los fondos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) y otros factores, que representaron el 3.6% y el 2.6%, respectivamente (véase cuadro 3.3).

Resulta importante resaltar el crecimiento del mercado de valores gubernamentales y la extensión de sus plazos de vencimiento. La deuda gubernamental negociable en el mercado interno pasó de 150.000 millones en diciembre de 1994 (10% del PIB) a 1,08 billones al cierre de 2004 (14% del PIB). Este importante aumento, sobretodo en la segunda parte de los años noventa, se debe con la emisión de pasivos asociados al rescate bancario. No obstante, en los últimos años también ha sido importante la política hacia el financiamiento interno del déficit, combinada con el aumento de la inversión institucional interna y el regreso de inversionistas extranjeros al mercado nacional de deuda.

Por el lado de los plazos de vencimiento, la deuda pública interna en 1994 se colocaba en promedio a un plazo de 230 días, para el año 2005 el plazo promedio fue de 1,211 días. Esto es un factor clave en el manejo de la liquidez y la prevención contra los riesgos de contagio financiero.

A principios de los años ochenta la deuda interna era contraída con la banca comercial y el propio Banco Central. Fue hasta 1987, cuando el mercado de bonos gubernamentales empieza a cobrar importancia, debido al avance de la liberalización financiera, que impulsó la creación y ampliación del mismo. El gobierno, en lugar de solicitar financiamiento al Banco Central, empezó a financiar su déficit con instrumentos de deuda no inflacionarios en el mercado de dinero.⁸

⁸ “El mercado de dinero es la parte central del sistema financiero mexicano, a través del cual los bancos comerciales, la banca de desarrollo, las casas de bolsa, los corporativos financieros, el gobierno federal y el público en general negocian cientos de millones de pesos diariamente. En este mercado predominan los valores gubernamentales, pues se caracterizan por su bajo riesgo, elevada liquidez y plazos cortos.” (Garrido, 2005:124).

Cuadro 3.2
Saldos de la deuda pública interna del Gobierno Federal, 2000-2006
(Millones de pesos y participación porcentual)

Millones de pesos							
Rubro	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda neta	606,182.2	690,977.2	821,286.6	927,097.1	1,029,964.9	1,183,310.7	1,547,112.1
Activos financieros 1/	-68924.5	-72,581.4	-86,121.1	-84,792.1	-69,241.4	-58,843.4	-125,670.3
Deuda Bruta	675,106.7	763,558.6	907,407.7	1,011,889.2	1,099,206.0	1,242,154.1	1,672,782.4
Participación porcentual							
Deuda Bruta	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Valores guber	83.4	89.5	87.5	94.5	94.6	94.5	93.9
CETES	24.9	24.5	21.2	20.4	22.0	23.2	20.7
Bondes	40.9	39.3	33.6	35.1	28.2	23.2	12.8
Bonos desar aTF*	4.9	13.7	22.4	30.8	36.9	40.4	42.4
Udibonos	12.7	11.9	10.2	8.3	7.7	7.7	9.3
Bondes D	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.7
SAR	8.2	6.7	3.9	4.0	4.2	4.2	3.6
Siefores	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Siefores UDI's	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Otros	8.4	3.8	8.6	1.4	1.2	1.3	2.6
Como porcentaje del PIB							
Deuda bruta/PIB	12.3	13.1	14.5	14.70	13.2	13.8	17.1
Deuda neta/PIB	11.0	11.9	13.1	13.5	12.4	13.1	15.8

Nota: *Bonos de desarrollo a tasa fija; n.s. no significativa.

1/ Integra el saldo neto denominado en moneda nacional de la Cuenta General de la Tesorería de la Federación.

Para el año 2000 se incorpora en el total lo correspondiente a los depósitos SAR-97. Para diciembre de 2002 se integran los depósitos en el Sistema Bancario Nacional.

Fuente: Elaboración propia con datos de los informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, varios números.

En la composición de la deuda pública interna, por tipo de acreedor, podemos ver dos grandes tendencias: a) una participación decreciente del Banco de México, que en 1983, que participaba con el 84% de los valores, mientras para el año 1996, sólo tenía el 7.03%; b) crecimiento de la participación del sector privado, que en 1996 había alcanzado una participación de 83%. Estas tendencias son resultado del desarrollo del mercado de dinero y de la existencia de diversas opciones, tanto en tipo de valor, como de plazo y moneda para el inversionista.

La composición de deuda interna por tipo de acreedor refleja los cambios en los mecanismos de financiamiento del sector público. El tránsito de un régimen de financiamiento basado en la emisión monetaria (Banco de México) y encaje obligatorio (banca comercial) con tasas preferenciales,

hacia un financiamiento no inflacionario través del mercado de valores (Barra, 1994: 353).

3.4.2 Deuda pública interna con fines de regulación monetaria

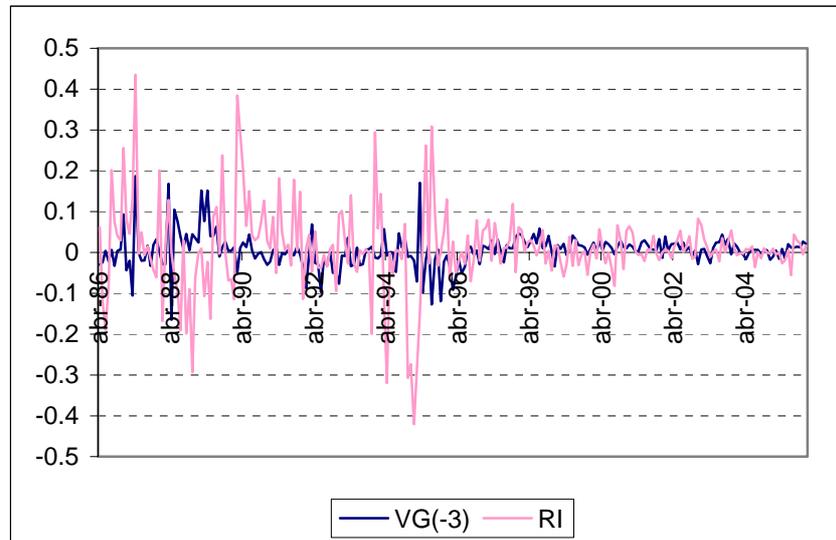
El endeudamiento con fines de regulación está vinculado a la necesidad que tiene el Banco Central de regular los movimientos en la base monetaria. Además, en un mercado de dinero pequeño y poco desarrollado cómo el mexicano, responde a la carencia de valores privados con calidad crediticia para satisfacer la demanda de instrumentos de ahorro.

Para mantener el control de precios, el Banco Central debe compensarlas diversas operaciones que pueden afecta a la base monetaria: a) cambios en la demanda por el público de billetes y monedas; b) retiros o depósitos en la cuenta general de la Tesorería de la Federación, c) operaciones cambiarias; y d) créditos a la banca comercial y fideicomisos (Banco de México, 2000:97).

El Banco de México interviene en el mercado de dinero por medio de cuatro mecanismos: subastas de depósitos y créditos; el establecimiento de depósitos obligatorios; la compra- venta de títulos emitidos por el Gobierno Federal y la compra-venta de valores emitidos por el Banco Central.

Resulta importante ponderar el papel de la circulación de valores del Gobierno Federal en la regulación de la liquidez de la economía. Mántey demostró que la colocación de valores gubernamentales, en el periodo 1988-1996, respondía a las necesidades de regulación de la moneda, moviéndose de manera inversa a la variación de la reserva internacional en el trimestre anterior (Mántey, 1999:251). Sin embargo, esta relación no es tan directa, a partir de 1997, cuando se establecen nuevos mecanismos para la regulación de la liquidez, como el “régimen de saldo cero” que utiliza el saldo de la banca comercial en su cuenta corriente con el Banco Central, y partir de agosto de 2000, con la emisión de Brems con cargo al balance del Banco Central (véase Gráfica 3.6).

Gráfica 3.5
 Circulación de valores gubernamentales y reservas internacionales,
 abril de 1986-dic de 2005*
 (Millones de pesos)



Nota: *Ambos indicadores se refieren a la variación con respecto al mes anterior. El indicador de la circulación de valores gubernamentales corresponde a un rezago de 3 periodos.

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

La emisión de bonos se relaciona directamente con el flujo de capitales externos, un porcentaje importante de las colocaciones se realizan con propósitos de regulación monetaria. Tal clasificación, según los registros del Banco de México, se inicia en 1995, por lo que no contamos con cifras precisas para años anteriores. En el cuadro 3.3, se puede apreciar que en el periodo 1997-1999, alrededor de 20% de la circulación de valores gubernamentales, se utilizó para regular la moneda, en ese año arriba un flujo acumulado de capitales por 73,621.7 millones de dólares.⁹ En el bienio 1997-1998, la regulación monetaria se hace a través de los CETES y Ajustabonos, mientras que en el periodo 2000-2002, los Bondes, dentro de los valores gubernamentales del Gobierno Federal, asumen esta misión. A partir de 2001, año en que el Banco de México comienzan a emitir los Bonos de Regulación Monetaria (Brems), los valores gubernamentales del Gobierno Federal, en específico los Bondes, delegan la misión de regular la moneda.

⁹ Incluye inversión extranjera directa, inversión extranjera de cartera y créditos otorgados por la banca comercial.

Cuadro 3.3
Circulación de valores gubernamentales con propósitos
de regulación monetaria, 1995-2006
(Saldos en millones de pesos corrientes y participación porcentual)

Año	A cargo del Gobierno Federal	Colocados con prop. de regul. mon.	Participación porcentual	Participación % de los valores colocados con fines de regulación monetaria en la circulación del instrumento			
				CETES	Ajustabonos	Bondes	Bondes D
1995	135,221.3	778.7	0.6	0.0	2.0	0.0	
1996	160,760.1	812.1	0.5	0.0	3.2	0.0	
1997	227,927.5	44,282.2	19.4	46.6	3.1	0.0	
1998	331,614.3	21,625.5	6.5	14.0	5.3	3.7	
1999	452,553.5	93,770.7	20.7	0.0	0.0	0.0	
2000	575,909.7	140,929.7	24.5	0.0	0.0	50.5	
2001	716,394.7	46,443.7	6.5	0.0		15.4	
2002	840,345.3	35,295.0	4.2	0.0		11.5	
2003	1,024,456.9	0.0	0.0	0.0		0.0	
2004	1,084,463.2	0.0	0.0	0.0		0.0	
2005	1,259,774.7	0.0	0.0	0.0		0.0	
2006	1,707,781.8	60,128.5	3.5	0.0		0.0	41.6

Nota: Udibonos y Ajustabonos, no son utilizados con fines de regulación monetaria

Fuente: Elaboración propia con datos Banco de México.

3.4.3 Valores públicos emitidos con fines de regulación monetaria

En la tabla 3.4 se presentan los principales valores públicos, emitidos tanto por el Gobierno Federal, el Banco de México y otros organismos públicos. Los dos grandes objetivos de la emisión de valores públicos son el financiamiento del Gobierno Federal y la regulación monetaria. Este último fin lo comparten los CETES, los Bondes, los Brems, y en algún momento también se utilizaron los Ajustabonos (véase tabla 1) En 2006 se emiten los Bondes D que retoman el papel de los Brems, pero ahora con cargo al Gobierno Federal.

Tabla 3.4
Principales valores del sector público mexicano

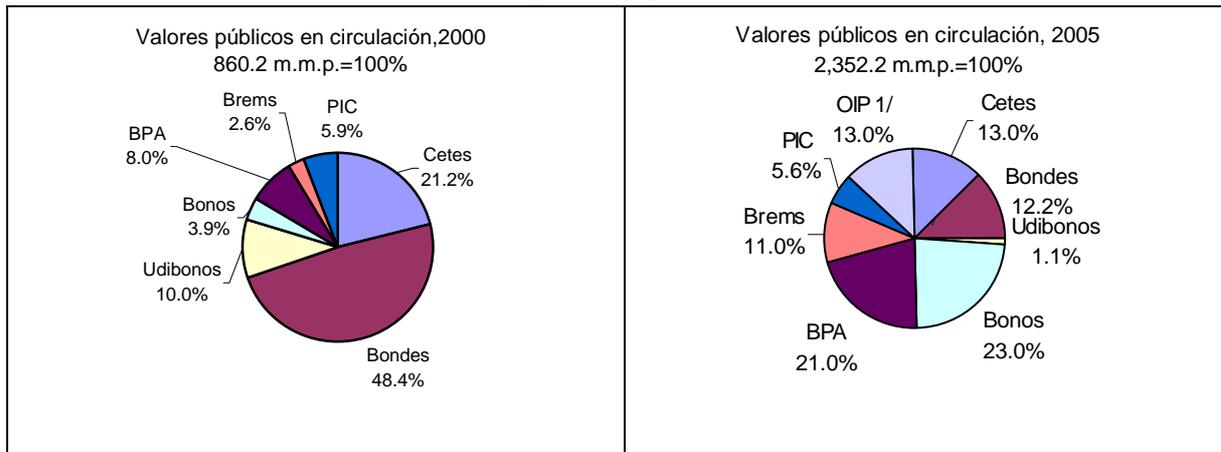
Valores emitidos por el Gobierno Federal					
Instrumento	Tipo de cupón	Plazo	Frecuencia de Emisión	Objetivo	Total en circulación al cierre de 2005 1/
Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)	Cero	28, 91, 162 y 364 días	Semanal y mensual	Financiamiento del Gobierno Federal, Regulación monetaria	305.7
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes)	Indexado a la tasa de CETES	5 años	Quincenal	Financiamiento del Gobierno Federal, Regulación monetaria	286.9
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en unidades de inversión (Udibonos)	Indexado a la tasa de inflación	10 años	Mensual	Financiamiento del Gobierno Federal	25.8
Bonos a tasa fija (Bonos)	Fija	20 y 30 años	Mensual	Financiamiento del Gobierno Federal	541.0
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes D)	Indexado a la tasa de Fondo	1 y a 5 años	Semanal	Regulación monetaria	Se emiten a partir de 2006
Valores emitidos por otros emisores importantes del sector público					
(BPAs) Bono de Protección del ahorro del IPAB	Indexado a la tasa de CETES	3, 5 y 7 años	Semanal y quincenal	Canjear o refinanciar las obligaciones financieras del IPAB	493.9
Bonos de regulación monetaria (BREMS)	Indexado a la tasa de Fondo	1 y 3 años	Semanal	Regulación monetaria	258.7
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC-FARAC)	Indexado a la tasa de inflación	20 y 30 años	Mensual	Títulos para indemnizar parte de las concesiones realizadas	131.7

1/ en miles de millones de pesos

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Banco de México

Como podemos observar en la gráfica 3.6, la colocación de valores gubernamentales a través de CETES, Bondes, Udibonos y otros instrumentos, se ha sumado los valores vinculados a los programas de rescate financiero (FOBAPROA-IPAB, FIDELIC, FARAC, etc.). También se ha incrementado el monto de la deuda de los estados, municipios y organismos descentralizados (véase gráfica 3.5).

Grafica 3.6



Notas: m. m. p. miles de millones de pesos corrientes.

1/ Se refiere a otros instrumentos públicos emitidos en el país: emisiones realizadas por estados, municipios y organismos descentralizados.

Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP y Banco de México.

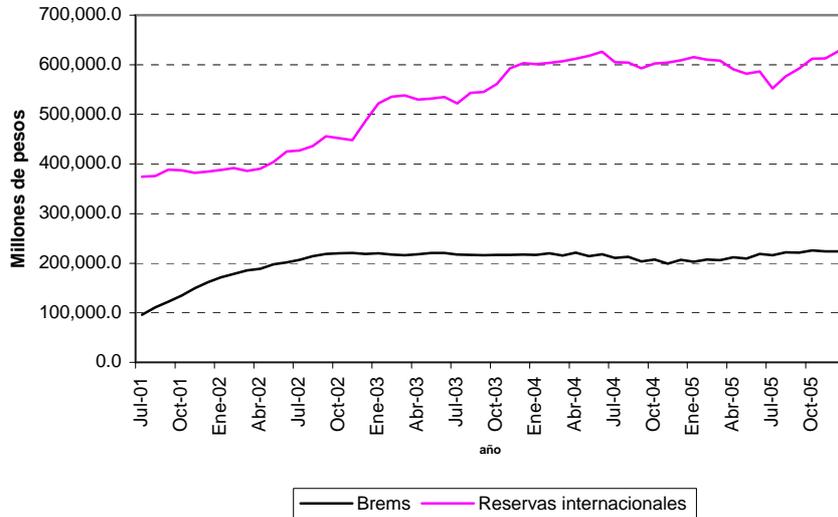
Resulta interesante observar los cambios en la composición de la circulación de valores públicos. Mientras los Bonds y CETES representaban cerca del 70% de los valores en el año 2000, cinco años más tarde, la composición se había diversificado, los Bonos a tasa fija representaban el 23% de la circulación, los BPA el 21%, los CETES el 13% y los Brems el 11%. Destaca la creciente participación de la deuda de los estados, municipios y organismos descentralizados.

Hasta este momento hemos analizado la trayectoria de los valores que emite el Gobierno Federal. Sin embargo existe otro elemento importante, que ha sido utilizado desde 2001 con fines de regulación monetaria y que es emitido por el Banco Central: los Brems.¹⁰

Los Brems son Bonos emitidos por Banco de México con fundamento en el artículo 7 fracción VI de la ley del Banco de México, con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero, se emiten desde agosto de 2000. La colocación de valores de deuda interna por parte del Banco de México con propósitos de "esterilización monetaria", por medio de los Brems pasó de 157.3 mmp en diciembre de 2001 a 259.7 mmp en el mismo mes de 2005, lo que significó un crecimiento del 65.1%. Las colocaciones de Brems representaron el 40% de las reservas internacionales en promedio, durante dicho periodo.

¹⁰ Los Brems fueron sustituidos por un nuevo bono de deuda interna denominado Bonde D, con vencimientos de uno a cinco años, que es emitido por la Secretaría de Hacienda.

Gráfica 3.7
 Saldo de Brems entre el público neto
 y reservas internacionales, : jun 2001-dic 2005
 Miles de millones de pesos a precios constantes de 2002



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México e INEGI

La emisión de Brems tuvo por objetivo satisfacer la demanda de los intermediarios financieros por títulos con una menor volatilidad en su precio ante cambios en la tasa de interés.

La colocación semanal de Brems sustituyó a las ventas diarias de Bondes por parte del Banco de México.

Como hemos mencionado, la emisión de una parte importante de la emisión de valores públicos se relaciona directamente con el flujo de capitales externos. Una parte importante del incremento de la emisión de valores públicos se deposita en el Banco de México y financia la acumulación de reservas internacionales. En 2005, los bonos de regulación monetaria y depósitos de regulación monetaria, representaron el 52.5% de los pasivos del Banco Central y cerca de tres cuartas partes (73.8%) del valor de las reservas internacionales, que en ese año ascendieron a 730.2 miles de millones de pesos.

El Banco de México acumula reservas con el fin de mejorar la percepción de riesgo país, pero esta acumulación tiene como contraparte el crecimiento de los pasivos en el Banco de México, que tienen un costo y significa una pérdida de potencial de crecimiento.

Cuadro 3.5
Participación porcentual de los depósitos de regulación monetaria
y los Brems sobre las obligaciones totales del Banco de México, 1990-2005
(Millones de pesos corrientes y porcentajes)
Saldos al mes de diciembre

Año	Obligaciones Totales	Obligaciones Totales	Bonos de Regulación Monetaria	Depósitos de regulación monetaria			
				Total	Banca de desarrollo	Banca comercial	Valores gubernamentales
1990	89,685.8	100.0		0.0			0.0
1991	109,570.9	100.0		0.0			0.0
1992	115,653.7	100.0		0.0			0.0
1993	125,259.4	100.0		0.0			0.0
1994	192,420.7	100.0		28.1			28.1
1995	294,737.9	100.0		0.0			0.0
1996	279,952.9	100.0		0.0			0.0
1997	372,664.2	100.0		9.2			9.2
1998	474,493.9	100.0		8.9		4.8	4.1
1999	581,613.6	100.0		24.0		7.9	16.1
2000	619,568.8	100.0	3.5	30.1		7.4	22.7
2001	664,554.1	100.0	23.6	21.4	1.4	12.9	7.0
2002	808,893.7	100.0	27.8	22.8	3.2	15.2	4.4
2003	924,841.5	100.0	25.1	19.4	3.6	15.8	0.0
2004	967,201.6	100.0	24.1	23.7	4.2	19.5	0.0
2005	1,026,781.8	100.0	25.3	27.2	4.9	22.3	0.0

Fuente: Elaboración propia con datos Banco de México.

3.5 Política monetaria, regulación monetaria y deuda pública interna, 1985-2005

El presente apartado está dirigido a analizar la aplicación de la política monetaria y su efecto sobre la deuda pública interna. La consolidación de la liberalización económica transformó las fuentes de financiamiento de la economía y los instrumentos por medio de los cuales se regula la liquidez de la misma. Para analizar este tránsito se ha dividido nuestro periodo de estudio en cinco etapas, en función de los avances en el proceso de liberalización financiera y el desempeño de la economía: i) 1985-1989, etapa de estancamiento económico con inflación e inicio de la estabilización económica; ii) 1990-1994, estabilización y cambio estructural, etapa donde se consolida el proceso de reforma financiera y se recuperan ciertos niveles de crecimiento; iii) 1995-1996, los efectos de la crisis; iv) recuperación económica, 1997-2000, que registra la última etapa de la administración de Zedillo; y v) 2001-2005, estancamiento con estabilidad, que abarca el periodo de estudio de la hipótesis desarrollada.

3.5.1 Estanflación, 1985-1989

Dado un contexto de restricción financiera en América Latina, la política económica tuvo dos prioridades: liberar recursos para cubrir el servicio de la deuda y controlar la inflación. Para equilibrar el déficit en cuenta corriente fueron necesarias constantes devaluaciones en combinación con altas tasas de interés, recortes al gasto público y bajos salarios. Se aplicaron políticas restrictivas de la demanda interna agregada: i) ajustes en el gasto público y en la inversión pública, privatización de empresas paraestatales; ii) alza de precios y tarifas públicas; iii) reducción de salarios reales por medio de topes a los salarios; iv) restricción de la oferta monetaria y crediticia; y v) subvaluación cambiaria (Calva, 2004:71).

El resultado fue una recesión generalizada: en el periodo 1982-1989, el PIB creció en promedio a una tasa de 0.5%, y en particular, entre 1985 y 1989, a una tasa de 1.5%, en promedio. Por su parte, la inflación se mantuvo alta, 79.5% en promedio entre 1982-1989; particularmente en el bienio 1986-1987, llegó a una tasa anual de 105.8% y en 159.1%, respectivamente.

Durante el periodo 1982-1987, las tasas de interés reales de corto plazo fueron negativas, Los rendimientos negativos se debieron, junto con la represión financiera, al comportamiento creciente de los precios durante el periodo, y especialmente, a la aceleración de la inflación a partir de 1986. En el bienio 1988-1989 se comienzan a aplicar medidas que fueron efectivas para lograr la estabilización de la economía, en especial la introducción del Pacto de Solidaridad Económica el 15 de diciembre de 1987. Con la modalidad de inflación pasada, en ese lapso las tasas reales fueron menores, ubicándose entre 11.87 y 28.27 por ciento.

Los objetivos de la política monetaria en esta etapa fueron: a) abatir la inflación y la inestabilidad cambiaria; b) mantener bajos los niveles de liquidez de la economía cuando amenazaban las presiones inflacionarias; y c) aumentar el ahorro interno privado (Ampudia, 2003:139).

En este periodo, por medio de la profundización del mercado de valores, se buscaba evitar que la volatilidad de las tasas de interés afectara al tipo de cambio y a los precios. Recordemos que en estos años surgen una serie de nuevos instrumentos de deuda como Bondes, Pagafes y Bonos de Indemnización Bancaria, que persiguen tal fin. (Ampudia, 2003:139).

También la profundización del mercado de dinero afecto la liquidez de la economía, Levy señala:

“Aumentó la emisión de bonos gubernamentales en mano de agentes no creadores de liquidez como alternativa para canalizar ahorro de los agentes nacionales hacia el sector financiero y neutralizar la salida de capitales. Ello redujo la liquidez de la economía a fin de pagar los compromisos pendientes de la deuda externa y reducir las importaciones. El efecto de estas políticas fue un proceso generalizado de inflación y déficit en la cuenta pública” (Levy, 2004:60)

La crisis financiera de 1987 determinó la necesidad de instrumentar una nueva estrategia de estabilización: El establecimiento del Pacto de

Solidaridad Económica (PSE) en diciembre de 1987 marca el inicio de una nueva etapa en el manejo de la política económica. Dicho acuerdo comprendía tanto elementos ortodoxos (disciplina fiscal) como heterodoxos (precios administrados, deslizamiento cambiario, política monetaria acomodaticia) El principal objetivo del programa era romper con la “inflación inercial” (Guerrero y Ánima, 2004: 129).

También inicia una nueva estrategia en la política cambiaria, se establece un sistema de paridad cambiaria con deslizamiento predeterminado, que duraría en función de las etapas de concertación de los pactos para la estabilidad. El control de precios se sustentó en gran medida en la utilización del tipo de cambio como ancla nominal de la economía (Ampudia, 2003: 140).

A la consecución del control de precios contribuyó la renegociación de la deuda externa. Factor que redujo las tasas de interés y los costos de la deuda interna. El costo financiero del sector público presupuestario pasó del 14.8 % al 2.2% como proporción del PIB. A su vez, con la renegociación de la deuda externa se recuperó la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros, lo que permitió el abatimiento de las tasas de interés de la deuda pública. La deuda pública total pasó del 63.6% del PIB en 1988 al 31.7%.

Entre 1985 y 1989, la deuda pública interna representó el 28.0% del PIB en promedio. La participación de los valores gubernamentales en la deuda interna, pasó del 13.4% en 1985 al 55.2% en 1989.

El control de la inflación, que se logró a partir de los pactos, permitió una tasa de rendimiento positiva en los valores gubernamentales y que esto se emitiera a un mayor plazo de vencimiento. Esto determinó un boom en la colocación de valores gubernamentales, que pasó de 13.6 miles de millones de pesos en 1987 a 122.7 mmp en 1989.

3.5.2 Estabilización y cambio estructural, 1990-1994

Dado un contexto de crecientes flujos de capital, en el ámbito internacional, y de mayor estabilidad y crecimiento económico, en el ambiente nacional, las prioridades de la política económica fueron: a) aceleración de la apertura comercial; b) utilización del tipo de cambio como ancla de precios; c) eliminación del déficit fiscal, reducción de la inversión pública y acelerar privatizaciones; d) armonización de expectativas inflacionarias con el PSE y aumento de los salarios mínimos iguales a la tasa de inflación proyectada; e) liberalización de mercados financieros (apertura parcial de la banca a la inversión extranjera y reforma a la legislación bursátil y regulatoria de la inversión extranjera (Calva, 2004, 73).

El principal objetivo de la política económica fue la estabilidad de precios, dejándose aun lado la prioridad del equilibrio externo. El tipo de cambio fue utilizado como “ancla” de precios, sustituyendo el papel que en el periodo anterior habían desarrollado las altas tasas de interés. De esta manera, la apertura de capitales contribuyó al control de la inflación.

En esta etapa se consolida la aplicación de la política monetaria a través del mercado de dinero, donde su único objetivo es la estabilización de precios. A principios de los noventa 40% del financiamiento al gobierno se realizaba por medio de la emisión de valores gubernamentales, otro 40% provenía del crédito al Banco Central y el 20% restante, provenía del sistema bancario. En 1993 el 100% del financiamiento del gobierno provino del mercado de dinero (Mansell, 1995: 7).

La eliminación del coeficiente de liquidez¹¹ y el encaje legal tuvo una gran repercusión sobre la oferta monetaria. Esto aunado a la reforma financiera y la esterilización parcial de recursos, determinó la existencia de un boom crediticio, que sobre endeudó a las empresas y a las familias (Ampudia, 2003:144). Una vez que se eliminó el coeficiente de liquidez, se obligó, temporalmente, a la banca comercial a conservar parte de ese importe en Bondes.

En un contexto de apertura de los mercados de capital, la consolidación de la apertura comercial y los avances en la liberalización del sistema financiero, acarrearón una gran cantidad de recursos financieros a la economía mexicana. La inversión extranjera aprovechó los espacios de inversión generados por las privatizaciones de empresas paraestatales y por la consolidación de un mercado de valores gubernamentales.

En particular, el auge de la inversión extranjera de cartera de corto plazo aumentó la liquidez de la economía. Para reducir la liquidez en el mercado de capitales se emprendieron políticas de esterilización,

¹¹ El coeficiente de liquidez equivalía al 30% de los depósitos en el sistema bancario y estaba constituido por CETES, Bondes y/o depósitos en efectivo a la vista con interés en el Banco de México.

(depósitos de bonos gubernamentales en el Banco Central) con altos costos fiscales (Levy, 2004:61).

Las operaciones de mercado abierto se concentraron en la esterilización de los capitales externos, más que en el financiamiento al gobierno, por el creciente flujo de recursos que significó el proceso de privatizaciones (Ampudia, 2003: 144).

Las OMAs contribuyeron a atraer flujos de capital externo, lo que permitió un mayor crecimiento, pero la economía mexicana no tenía la capacidad para absorber dichos recursos.

En cuanto a la política cambiaria, se estableció un nuevo régimen de tipo de cambio, que es la banda de flotación. A la par se establece un desliz del techo de la banda manteniendo el piso constante. Sin embargo, la enorme entrada de flujos de capitales y el insuficiente desliz sobrevaloraron la moneda, con el consecuente efecto negativo sobre la cuenta corriente.

Los crecientes flujos de capital dirigidos al sector financiero generaron un proceso de inflación financiera, mientras que el sector productivo accedía a importaciones baratas, vía un tipo de cambio sobrevaluado, lo que le permitía reducir sus niveles de precios. Asimismo, estos flujos de capital acrecentaron el crédito al sector privado, en especial, el crédito al consumo. Este factor aunado a la avalancha de importaciones, provocó desequilibrios en la balanza comercial (Levy, 2004: 61).

Para mantener el flujo de capitales, necesario para financiar el crecimiento, fue necesario mantener altas tasas de interés con respecto a las tasas internacionales. Por lo tanto, se consolidó un círculo vicioso entre altas tasas de interés, flujos de capital externo y esterilización de divisas (López, 2006: 246).

En el ámbito nacional, las tasas de interés de corto plazo registraron un significativo descenso: mientras que en 1990, la tasa de CETES, era de 7.3% en promedio, para 1993 se redujo a 5.1%, e incluso registró un nivel de 2.3%, en marzo de 1994.

En cuanto a las finanzas públicas, en 1991 se logró un superávit directo de 3.8% del PIB, que estuvo relacionado con el proceso de privatización de empresas estatales. Estos recursos fueron utilizados por el gobierno federal para la amortización de la deuda interna, lo que haría disminuir el pago de intereses. Por lo tanto, la deuda pública disminuyó, pasando de representar el 23% del PIB en 1990 al 11.8% en 1993, y repuntando al 13.7% del PIB en 1994.

En esta etapa el 70% en promedio de la deuda pública interna estuvo relacionado con la emisión de valores gubernamentales. A su vez, la circulación de valores gubernamentales pasó de 161.4 miles de millones de pesos en 1990 a 171.3 mmp en 1994. La emisión de valores gubernamentales, ante una enorme oferta monetaria, fue dirigida, principalmente, a la regulación de la moneda

La estrategia antiinflacionaria propició la sobrevaluación del tipo de cambio y provocó el deterioro de la cuenta corriente. Factores económicos, estructurales y políticos, detonaron una fuga de capitales y condujeron a la reducción de las reservas. Para reestablecer la confianza en el mercado mexicano se emitieron Bonos del Tesoro de la Federación (Tesobonos) que indexaban la deuda al tipo de cambio. Finalmente, el gobierno de Ernesto Zedillo tuvo que realizar una fuerte devaluación de la moneda finales de diciembre de 1994. México entraba en una profunda crisis.

Durante este periodo, los resultados de la política económica fueron: a) estabilidad de precios (inflación de 1 dígito); b) reestablecimiento del crecimiento económico (4.3% en promedio); c) superávit de las finanzas públicas; d) desequilibrio en la cuenta corriente; e) crecimiento de pasivos externos, y f) crecimiento de la deuda pública interna relacionada con la regulación de la moneda (Calva, 2004:75).

3.5.3 Los efectos de la crisis, 1995-1996

En esta etapa, los objetivos primordiales de la política económica fueron cumplir con el servicio de la deuda externa y reducir la inflación. Consecuentemente, en enero de 1995 se establece un programa de ajuste, para detener el impacto de la devaluación y sanear la deuda gubernamental. Este programa buscaba la reducción del déficit en cuenta corriente por medio de la desaceleración del crecimiento económico y una contención moderada de la inflación.

El programa de enero no fue suficiente para superar las restricciones interna, por lo cual se realizó un sobre ajuste en marzo con el respaldo del FMI y el “paquete de rescate financiero. Este apoyo se condicionó a la aplicación irrestricta de un programa de choque y estabilización, la subordinación de la política económica y la profundización de las reformas estructurales. De esta manera, el 9 de marzo se establece el Acuerdo para superar la Emergencia Económica (AUSSE).

En 1995 el desempeño de la economía mexicana fue el siguiente: el PIB disminuyó en 7.0%, la inflación anual fue de 52%, la tasa de desempleo fue de 6.2% y los salarios perdieron el 48.7% de su poder de compra. Asimismo, la tasa de CETES a 28 días registró un rendimiento negativo de 3.4%, mientras que en 1996 fue de -0.5%. Para 1996, la economía se recuperó y la inflación bajó a 27%.

La política económica, con el objetivo de superar la crisis, se dirigió a tres objetivos fundamentales: la corrección del tipo de cambio, la reducción de los flujos de capital externo de corto plazo y la profundización del cambio estructural.

Las principales características de la política económica, en los dos primeros años de la administración de Zedillo fueron: i) la reducción del gasto público corriente y de la inversión pública; ii) incremento de los

precios y tarifas del sector público, iii) caída de los salarios reales, iv) política monetaria restrictiva y v) subvaluación cambiaria.

En cuanto a la política monetaria, una vez establecida la autonomía del Banco Central, ésta se consideró el ancla nominal de la economía. A su vez, se valoró el papel de las expectativas inflacionarias y la credibilidad del Banco Central, como factores esenciales para el control de precios.

El Banco de México estableció un régimen de “saldos acumulados promedio cero”¹², es decir, la utilización de saldo de la banca comercial en su cuenta corriente con el Banco Central como instrumento de política monetaria. El objetivo era establecer un esquema operativo donde el tipo de cambio como la tasa de interés sean determinadas libremente (Ampudia, 2003: 149). A través del régimen de “saldos acumulados promedio cero”, el Banco Central manda señales al mercado sobre su postura de política monetaria, que puede ser neutral corta o larga.

El régimen de “saldos acumulados promedio cero” permite al Banco de México incidir sobre el mercado de dinero, utilizando instrumentos como: i) subastas de depósitos y créditos; ii) establecimiento de depósitos obligatorio y/o voluntarios y iii) compra venta de valores emitidos por el Gobierno Federal. A través de estos instrumentos, Banco de México busca incidir indirectamente sobre las tasas de interés.

En 1995 y parte de 1996, se estableció una postura neutral, que se limitaba a satisfacer diariamente la demanda observada de base monetaria en el mercado de dinero (Ampudia, 2003: 149).

En el periodo 1995-1997, la política monetaria se basó en el análisis de agregados monetarios y en el establecimiento de metas inflacionarias. Posteriormente, a partir de 1998, se transita hacia un esquema de objetivos de inflación.

En cuanto a la política cambiaria desde el 22 de diciembre de 1994, se aplica un tipo de cambio flexible de jure, con intervenciones indirectas del Banco Central, que resulta prioritario para el control de la inflación. Sin embargo, dado el bajo nivel de reservas para mantener un determinado nivel (banda de flotación), se implementó un nuevo mecanismo de intervención en 1996, bajo un esquema de subasta de venta de dólares. (Ampudia, 2003: 149).

Mientras la deuda pública externa alcanzó a representar arriba del 30% del PIB en 1995, la deuda pública interna registró un endeudamiento neto negativo de 3%, llegando a representar el 8.3% del PIB. En 1996 la deuda pública interna registra un nivel de 9.8% del PIB.

¹² En esta primera etapa, el esquema de “saldos acumulados promedio cero” consiste en que después de 28 días, los bancos comerciales deben tener un saldo `promedio cero de sobregiro en su cuenta corriente con el Banco Central. Si al final del periodo mantienen un sobregiro, serán penalizados con dos veces la tasa de CETES, y si, por el contrario mantienen un solado positivo, serán penalizados con una tasa de cero de interés, perdiendo así el rendimiento que hubieran obtenido de haber invertido en el mercado dichos fondos.

3.5.4 Recuperación económica, 1997-2000

La política económica durante el sexenio de Zedillo puede resumir en: política fiscal restrictiva, política monetaria restrictiva, flotación sucia del tipo de cambio nominal, introducción de blancos inflacionarios, control salarial y liberalización en los precios de los bienes y servicios (Ánima y Guerrero, 2004:132).

En esta etapa, la economía mexicana logró un crecimiento de 5% en promedio. Esto gracias al crecimiento de las exportaciones, a los flujos de capital externo y al crecimiento del endeudamiento privado. Cabe mencionar, que cambió la composición de los flujos externos, aumentando la importancia de la inversión extranjera directa, en detrimento de la inversión especulativa.

También se avanzó en la estabilidad económica, la inflación disminuyó de 15.7% a 9% entre 1997 y 2000. A pesar de que el tipo de cambio continuo siendo importante para la estabilidad, éste ya no ancló la inflación. A partir de entonces se utilizó un esquema de blancos inflacionarios a través de la manipulación de la base monetaria. La inflación quedó supeditada a la política monetaria y al control del salario real.

El Banco de México manipuló la base monetaria para mantener la oferta monetaria restringida y estable el tipo de cambio (flotación sucia).

Dado un entorno de inestabilidad financiera en el sudeste de Asia, Rusia y Brasil, el régimen de “saldos acumulados promedio cero” aplicó una postura restrictiva entre 1997 y 2000. Básicamente, el “corto” corresponde a un objetivo de saldos acumulados negativos. El Banco Central no proporciona a la banca todos los recursos suficientes a las tasas de interés de mercado; por lo tanto, algunas instituciones de crédito estarán obligadas a obtener una parte de sus recursos requeridos a través de un sobregiro en sus cuentas corrientes. Como las instituciones tratan de evitar pagar la elevada tasa de sobregiro buscando conseguir recursos en el mercado de dinero, las tasas de interés se incrementan (Ron Delgado, 2003: 53).

En este periodo, se desarrollaron políticas monetarias restrictivas de corto plazo, para reducir la liquidez al detectarse caídas de capital externo, Ante un menor flujo de capitales o mayores importaciones, se aplicaron políticas monetarias restrictivas, vía operaciones en el mercado abierto, que limitaban la liquidez y reducían el ingreso. La política monetaria se volvió procíclica,,: cuando aumentaba la entrada de capitales y permanecía constante el déficit en cuenta corriente, aumentaba la liquidez y proseguía el crecimiento (Levy, 2004:63).

Durante esta etapa, el Banco Central continúa con el proceso de esterilización del impacto monetario que resulte de las variaciones de los activos internacionales netos y de las operaciones que realice la Tesorería de la Federación.

En cuanto a la políticas fiscal, entre 1997 y 2000 se registra un modesto déficit presupuestario del 0.5% del PIB, en promedio. A su vez, se mantuvo un superávit primario. Los ingreso públicos tan sólo alcanzaron un nivel de 15.8 % del PIB y los gastos primario fueron del 17% del PIB, también en promedio.

El costo financiero del sector público presupuestario tuvo un comportamiento mixto. Como resultado del ajuste, este llega a un nivel de 4% del PIB en 1995, luego tiene una tendencia descendente hasta llegar a 2.8% del PIB en 1998, para volver a subir a 3.5% en el año 2000. Otra vez el pago de los intereses internos tuvo la mayor participación en este rubro.

En cuanto a la deuda pública, inicia un proceso de intercambio de deuda externa por deuda interna, la deuda pública externa disminuye como porcentaje del PIB del 36.4% al 6.7%, entre 1995 y el año 2000. A su vez, la deuda pública interna crece de 4% a 13.3% del PIB, en el mismo periodo.

No obstante, los logros de la administración de Zedillo, cuando la economía se recuperó, el déficit en cuenta corriente se volvió a disparar a niveles mayores que en 1994. Fue a través del superávit en la cuenta de capital que se logró financiar éste, y que se incrementó el nivel de las reservas internacionales, sobrevaluando el tipo de cambio.

3.5.5 Estancamiento con estabilidad, 2001-2005

La política económica aplicada por Vicente Fox en muchos sentidos fue una clara continuación de los lineamientos de la administración pasada. Después de un año de franco crecimiento, la economía mexicana entró en una etapa de estancamiento. Entre 2001 y 2003, se registró un crecimiento promedio de 0.9% anual. Esto como resultado de la recesión en los Estados Unidos, que impactó a la manufactura, pero en especial, al sector maquilador. Posteriormente, en el bienio 2004-2005, se logra un crecimiento de 2%, en promedio. Durante esta etapa, el Estado mexicano se vio imposibilitado para actuar contra el estancamiento por la falta de recursos y por el reducido tamaño del sector público.

Entre 2001 y principios de 2002 se produjo un escenario recesivo con una apreciación del tipo de cambio, resultado de las políticas fiscal y monetaria restrictivas y, sobretodo, de la entrada de capitales (venta de Banamex, incremento del precio del petróleo y crisis en las economías emergentes. (Ánima y Guerrero, 2003: 134).

Durante este periodo, el régimen de “saldos acumulados promedio cero” mantuvo una postura restringida e incluso el corto llegó a sus mayores niveles entre enero y marzo de 2003. A partir del 10 de abril de 2003, el Banco de México sustituyó el régimen de saldos acumulados por uno de saldos diarios de tal forma que la incidencia en la evolución de las tasas de interés se distribuyó durante todo el mes y no se sesgó al final del mismo. De tal forma que el costo establecido de 700 millones pasó a ser un saldo diario de 25 millones de pesos.

En este periodo, el financiamiento del crecimiento económico provino principalmente por fuentes externas, mediante crédito de bancos internacionales, bonos emitidos en el mercado externo y préstamos a proveedores. Las operaciones en el mercado abierto estuvieron dirigidas a regular la liquidez ante el descenso de los flujos de capitales externos (Levy, 2004: 63).

La regulación de la moneda se hizo a través de los bonos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central, que no incidieron sobre la deuda pública. Ante restricciones de la liquidez externa se colocaron bonos de regulación monetaria, lo que desplazó las políticas de esterilización.

En esta etapa, ante desequilibrios en la cuenta de capital se activaron políticas monetarias restrictivas por medio de bonos de regulación monetaria y aumentos directos e indirectos en las tasas de interés, cuyo objetivo es desincentivar el crecimiento económico. A medida que se restablecen los flujos de capitales, se establecen políticas monetarias expansivas, sube la liquidez, las expectativas y el crecimiento económico (Levy, 2005).

En cuanto a las finanzas públicas, entre 2001 y 2005, los ingresos y gastos presupuestales, representaron el 22.0% y 21.4% del PIB, respectivamente. En consecuencia, se registra un déficit presupuestal de 0.6%. Si incluimos el costo financiero del sector presupuestal y extra presupuestal, tendremos el déficit primario presupuestal, que fue de 2.1% del PIB.

La deuda pública interna del Gobierno Federal pasó de representar el 13.4% del PIB en 2001 al 15.1% en 2005. La circulación de valores gubernamentales pasó de 716.3 en 2001 a 1,259.7 miles de millones de pesos en 2005. Este endeudamiento se hizo a través de Bonos, Udibonos y CETES, y representó arriba de 90% de la deuda interna del Gobierno Federal.

3.6 Costos de la regulación monetaria, 2001-2005

Este apartado está dirigido a establecer los costos de la regulación monetaria; para ello desarrollamos dos incisos: i) los costos de la

emisión de valores del Gobierno Federal; y ii) los costos de los Brems. Se considera que en el periodo 2001-2005, la política monetaria restrictiva y el cambio estructural en el sector financiero de México incrementaron el costo de regular la moneda: del lado del gobierno federal aumentó el costo financiero de la deuda pública interna (disminuyendo los recursos públicos disponibles), del lado del Banco de México está relacionado con la pérdida de recursos en el balance del Banco Central por la emisión de Brems.

El proceso de acumulación de reservas involucra un costo, cuando los bancos centrales adquieren dólares tienen que generar liquidez, si ésta es excesiva tienen que esterilizarla vía emisión de bonos en el mercado local. El costo involucra un crecimiento de precios o un efecto cuasi fiscal debido a los diferenciales entre la tasa de interés pagada por la esterilización y la tasa de rendimiento de la inversión de la reserva en dólares.

La capacidad de esterilización está en función del tamaño del mercado financiero nacional y el monto de la pérdida (déficit cuasi fiscal) que la autoridad esté dispuesta a absorber, así como del carácter, naturaleza y temporalidad de dichos flujos (Benjamín, 1989, citado en López 2003) El límite de las operaciones de esterilización está en los costos cuasi fiscales que se quieran asumir e incluso puede llegar un momento en que las operaciones sean inefectivas

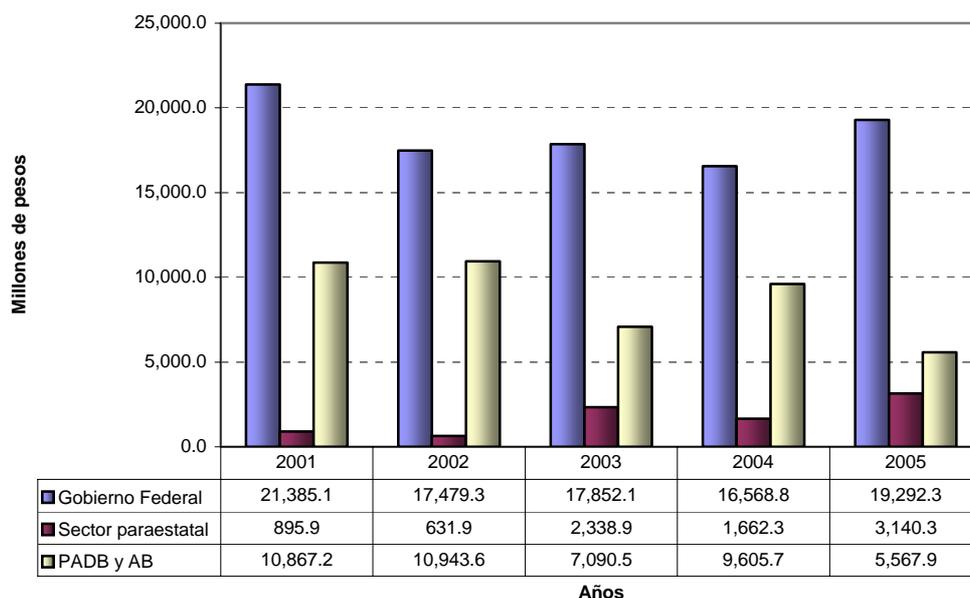
Dado que las tasas de interés internas deben ser mayores que las que prevalecen en los grandes centros financieros mundiales para atraer capitales, las operaciones de esterilización necesariamente producen pérdidas para el Banco Central (López, 2003, 159). Entre mayor sea la sustitución entre instrumentos internos y externos, menor será el margen de maniobra y las operaciones de esterilización no logran sus efectos deseados

Además la regulación de la moneda deteriora la inversión, ya que con ahorro interno se financia el ahorro externo neto, es decir, la acumulación de divisas.

3.6.1 Costo de los valores del Gobierno Federal

En el año 2005, la deuda pública interna pagó intereses por 138.6 miles de millones de pesos, de los cuales el 90.5% estuvo relacionado con la deuda del Gobierno Federal, y el restante 9.4% con compromisos del sector paraestatal. A su vez, el pago de apoyo a ahorradores y deudores de la banca ascendió a 36.9 miles de millones de pesos, que sumado a los rubros anteriores, da un total de 175.6 miles de millones de pesos, esto significó el 2% del PIB como costo de la deuda pública interna.

Gráfica 3.9
Costo financiero de la deuda pública interna 1/, 2000-2005
(Millones de pesos, base 1993=100)

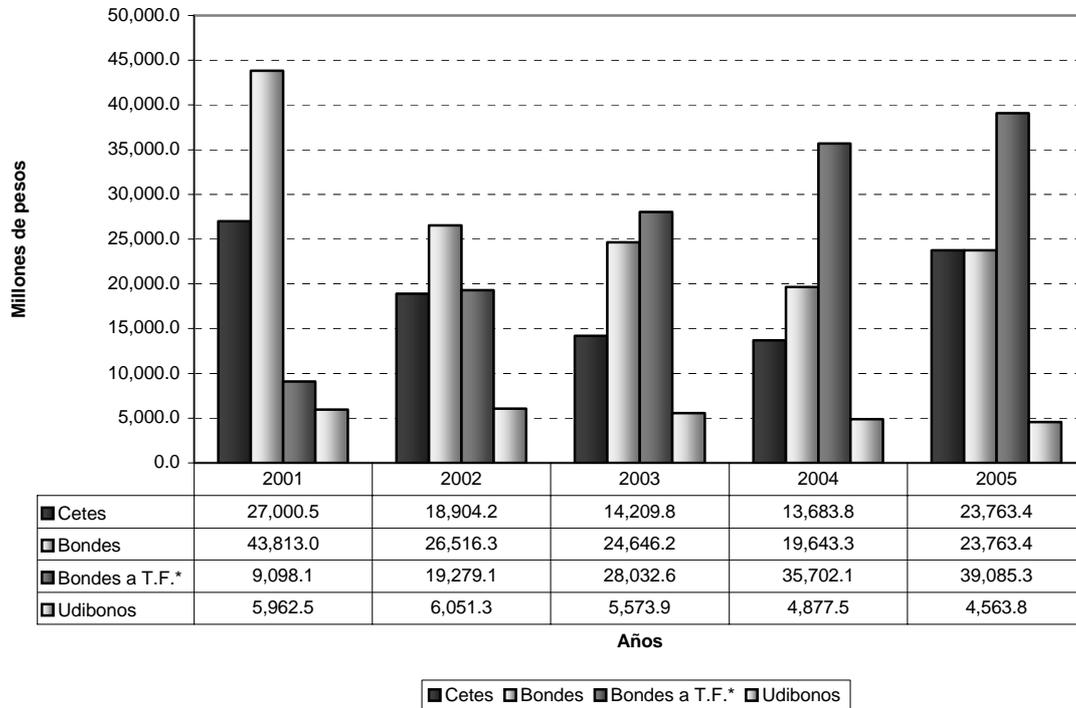


Notas: 1/ Incluye intereses comisiones y gastos
PADB Y DB, Pago de Apoyo a Ahorradores y Deudores de la Banca
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

La regulación monetaria está relacionada con los valores que emite el Gobierno Federal, principalmente a través de la emisión de CETES y Bondes. Aunque la características del sistema financiero mexicano, que en el mercado de dinero carece de una oferta de valores privados suficientes para canalizar el ahorro, y la estrategia de intercambiar deuda pública interna por externa seguida desde 1997, involucra al conjunto de los valores gubernamentales en la regulación de la moneda.

A partir de 2006 la emisión de Bondes D sustituyó a los Brems. Esto significó un cambio de deuda externa por interna y que el Gobierno Federal asumiera en su totalidad los costos de la regulación monetaria.

Gráfica 3.10
 Costo financiero de los valores gubernamentales, 2001-2005
 (Millones de pesos, base 1993=100)



Nota: *Bonos de Desarrollo a Tasa Fija.

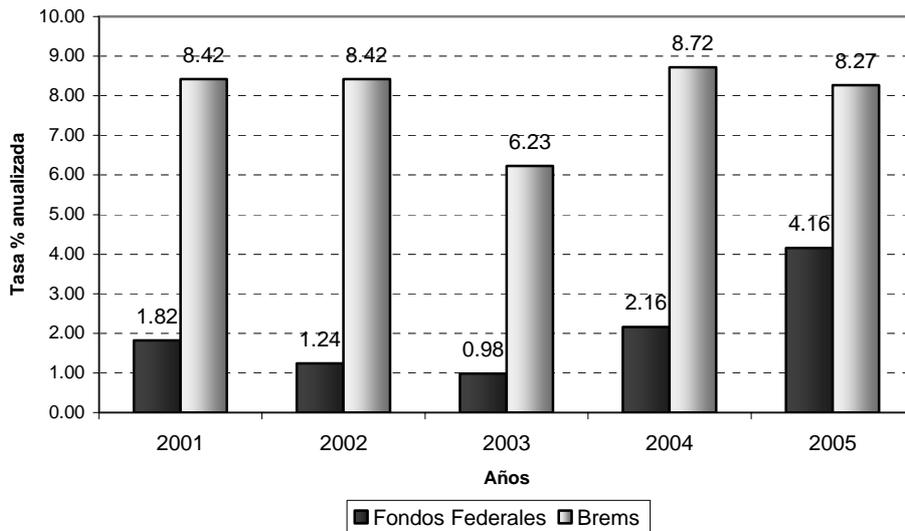
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

De la circulación de valores gubernamentales del Gobierno Federal, el 6.4% en 2001 y el 4.5% en 2002, fueron colocados con fines de regulación monetaria a través de Bondes. Esto significó el 15.4% y 11.5%, de la circulación de Bondes. Si suponemos que existe una relación directa entre la circulación y los costos financieros, por concepto de regulación monetaria a través del Gobierno Federal, en 2001 se habrían gastado 1,364.0 millones de pesos en 2001 y 2,281.4 m.p en 2002. Cabe recordar que en 2001 la función de la regulación monetaria la asumen los Brems y estos años representan una etapa de tránsito.

3.6.2 Costo de los BREMS

La acumulación de reservas de divisas es un fenómeno presente en diversos países, que tiene como fin mejorar la percepción del riesgo país. En México, la acumulación de reservas del Banco Central es financiada a través de diversos pasivos: bonos y depósitos de regulación monetaria y por base monetaria.

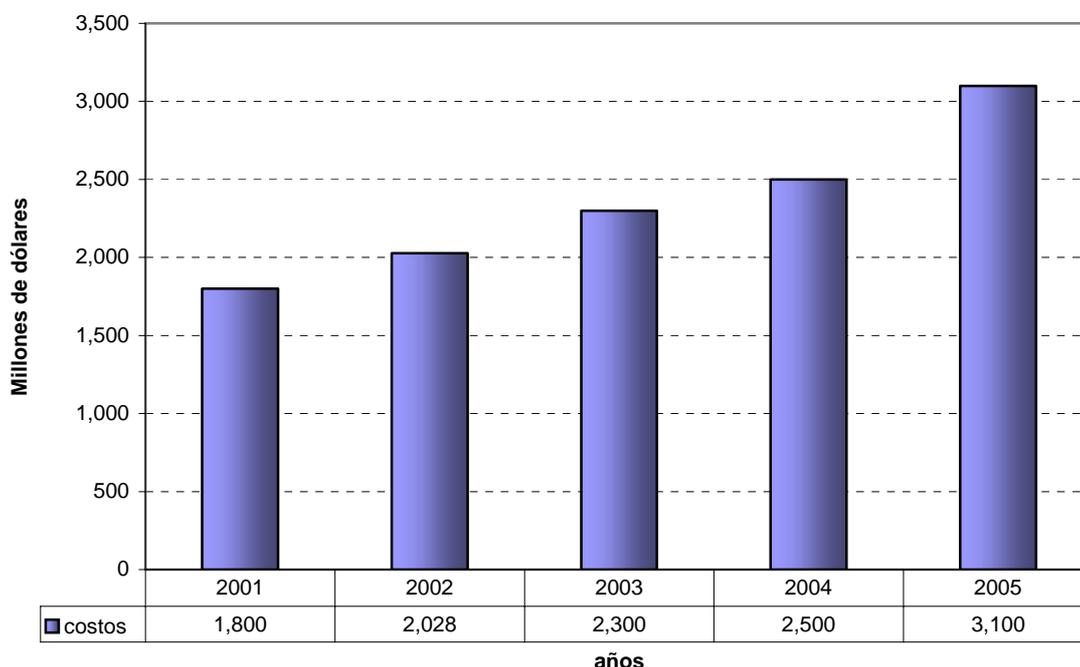
Gráfica 3.11
Tasa de Fondos Federales de los Estados Unidos
y Tasa de Rendimiento de los Brems, 2001-2005
(Tasas anualizadas)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

El costo de la acumulación de reservas está determinado por la diferencia entre las tasas de interés que se aplican a los instrumentos en que se tiene colocadas la reserva de divisas del país y la tasa que se tiene que pagar por la regulación de esos recursos en moneda nacional. En 2005 los Brems, que es el costo que se paga por los pasivos para regular la moneda, registraron una tasa de rendimiento anualizada de 7.5%, mientras que la tasa de Fondos Federales de los Estados Unidos, en que se invierte la reserva, fue de 4.5% (véase gráfica 3.11).

Gráfica 3.12
 Costos de la acumulación de reservas de divisas, 2001-2005
 Millones de dólares



Fuente: Informes de Banco de México.

El costo de la acumulación de reservas aplicada durante la administración de Vicente Fox ascendió a 12 mil millones de dólares, estos recursos representaron en promedio 1% del PIB (veáse gráfica 3.12). Este es el precio por evitar que la conversión de dólares a pesos no se traduzca en presiones inflacionarias y por mantener entradas de capital que mantengan al tipo de cambio estable.

También el tipo de cambio incide sobre los costos de la acumulación. En el contexto de un tipo de cambio sobrevaluado, el costo es mayor.

La acumulación de reservas absorbe el ahorro interno Además a mayor flujo de divisas, el diferencial entre el rendimiento interno y externo tiende a crecer, como resultado de la colocación de valores públicos, el mercado de capitales se dinamiza y las grandes empresas se endeudan en el extranjero (López, 2003:159).

Por último, a partir de agosto de 2006 inició un mecanismo de sustitución de Brems por un nuevo bono de deuda pública denominado Bondes D. El mecanismo para implementar esta medida es el siguiente: el Gobierno Federal obtiene recursos en moneda nacional colocando Bondes D, y con estos recursos compra dólares al Banco de México. El Gobierno Federal, con los dólares obtenidos, recompra deuda externa en los mercados internacionales. Por su parte, el Banco de México compra los Brems en circulación y disminuye la reserva internacional. Esto significa la sustitución de deuda externa por interna y que el Gobierno Federal vuelva a asumir la totalidad de los costos de la regulación

monetaria, aunque el saldo del débito total del sector público permanece inalterado. Según el argumento oficial, se espera que el costo a valor presente de deuda pública interna sea menor al costo de deuda pública externa, es decir, significa una redistribución de obligaciones.

Este cambio de deuda no altera el balance del Banco de México; porque del lado de los pasivos, la desaparición de los Brems, va a ser compensada del lado de los activos, por medio de la reducción de los activos internacionales, las reservas internacionales que el Gobierno Federal está adquiriendo. Con esta medida, la Secretaria de Hacienda busca ahorros en los libros de Banco Central, derivados de los activos que están reduciéndose de su balance, devengan una tasa de rendimiento menor, a la tasa de rendimiento de los pasivos que tiene el Banco de México.

3.7 Estancamiento con estabilidad y crecimiento de la deuda pública interna

En este último apartado se realiza un breve comentario sobre las implicaciones del crecimiento de la emisión de valores públicos con fines de regulación monetaria, sus implicaciones para la estabilidad financiera, y la relación de ésta con el deterioro de los sectores productivos.

La aplicación de las reformas estructurales no generó condiciones de crecimiento, al contrario restringió la capacidad de crecimiento de la economía mexicana. En particular, dado un contexto de liberalización financiera, no ha sido compatible el crecimiento económico y la estabilidad financiera (Huerta, 2005: 31).

Las operaciones de esterilización han generado tres efectos en detrimento del crecimiento económico: a) alentaron la especulación financiera, al mantener una diferencia considerable entre la tasa de CETES y depósitos bancarios; b) influyeron en la reducción del ahorro interno, debido a las altas tasas de interés, que han deprimido la inversión productiva y el ingreso; c) provocaron desintermediación bancaria, se sustituyó a los depósitos bancarios por títulos gubernamentales de corto plazo en el mercado de dinero (López, 2003: 173).

La deuda pública con fines de regulación monetaria crece para poder conservar la estabilidad económica; pero esto implica mantener altas tasas de interés y un tipo de cambio sobrevaluado; ambos factores atentan contra la rentabilidad del sector productivo. El financiamiento de crecimiento corre a cargo de los flujos de capital externo, estos mantienen al tipo de cambio estable, y por ende, el control de precios y la rentabilidad del sector financiero. En épocas de estancamiento, se profundizan las políticas monetarias restrictivas, para mantener altas tasas de interés, por lo tanto, el flujo de capitales externos que garanticen la estabilidad del tipo de cambio. De esta manera, las políticas monetarias y fiscales restrictivas aplicadas procíclicamente profundizan el deterioro del sistema productivo.

3.8 Conclusiones

Desde la década de los noventa los crecientes flujos de capital externo, la consolidación de la liberalización financiera y la apertura comercial, han determinado la necesidad de aumentar la colocación de valores públicos como mecanismo estabilizador de la base monetaria. La regulación de la moneda ha provocado pérdidas sobre las finanzas públicas, y a partir del año 2000, en los recursos del Banco Central.

La globalización financiera ha puesto en riesgo la estabilidad monetaria y cambiaria; ha sido necesario mantener políticas monetaria y fiscal restrictivas, de manera pro-cíclica, y un tipo de cambio estable, para mantener la estabilidad económica. La deuda pública interna derivada de la emisión de bonos, al ser un elemento central de la política monetaria, se ha convertido en uno de los pilares de la estabilización económica.

La libre movilidad de capitales determinó que los países con moneda débil aplicaran una estrategia de acumulación de reservas, para mantener la confianza sobre sus tipos de cambio y así, evitar las rápidas reversiones de capital. Por consiguiente, ante la entrada de capitales externos, se emiten valores públicos con el fin de regular la liquidez de la economía. Los bancos centrales invierten estos recursos generalmente en Bonos del Tesoro estadounidenses de corto plazo. La diferencia entre el rendimiento sobre los activos de reserva líquida y el rendimiento en moneda local de estos fondos, representa una parte medular de los costos de la regulación monetaria.

La liberalización financiera transformó los mecanismos de estabilidad monetaria. La política monetaria, bajo la premisa del control de precios, busca incidir de manera indirecta sobre el nivel del crédito y las tasas de interés, principalmente, por medio de operaciones en el mercado abierto y en el mercado cambiario, así como garantizando el acceso a la información en los mercados. El tipo de cambio se utiliza como ancla nominal de la economía, y para garantizar esta función, la compra venta de divisas debe ser compensada por operaciones de regulación monetaria, para que éstas no incida sobre la base monetaria. Por su parte, las tasas de interés son un elemento estabilizador que también asegura el flujo de capitales externos necesario para financiar el crecimiento económico.

La principal fuente de presión sobre la base monetaria son los flujos de capital externo. El deterioro de los sectores productivos nacionales se ha traducido en un creciente déficit en cuenta corriente, que es financiado por inversión extranjera. Sin embargo, ha sido necesario mantener altas tasas de interés (relativas a las tasas externas) y perspectivas de bajo inflación (un tipo de cambio estable). Estos flujos de capital externo han excedido la capacidad de absorción de la economía, por lo tanto, el Banco Central ha tenido que intervenir para regular el flujo de divisas, y no permitir que estas expandan la base monetaria e incidan sobre la inflación.

La política fiscal, dado un contexto de la liberalización económica, se ha subordinado al objetivo de control de precios que persigue el Banco

Central. Desde finales de los ochenta, el gobierno restringe su gasto e inversión, con el fin de no genera mayores presiones sobre la base monetaria, que pongan en peligro la estabilidad del tipo de cambio. Asimismo, el Gobierno Federal ha renunciado, por medio de la autonomía del Banco Central, al control de la moneda, subordinándose a los ingresos tributarios, la emisión de deuda y la venta de activos (proceso de privatizaciones), para financiar sus gastos. Paradójicamente, mientras en el sector público se impone la disciplina fiscal, la deuda pública interna crece.

En cuanto al financiamiento al sector privado, éste se ha caracterizado por la contracción del crédito bancario y el crecimiento de las fuentes no bancarias, por la caída en la capitalización real en el mercado accionario y la baja colocación de títulos de deuda privada, y por la concentración de las carteras de inversionistas institucionales en los valores que emite el sector público.

La deuda pública interna derivada de la emisión de valores gubernamentales se está convirtiendo en la principal fuente de endeudamiento público, y responde en mayor medida a las necesidades de la política monetaria. Asimismo el crecimiento de la deuda interna en términos generales respondió a las presiones de los fondos de pensiones, al rescate bancario, al rescate carretero y a la prevalecía de una política de altas tasas de interés relativas.

El crecimiento de la deuda pública interna ha estado vinculado a la regulación monetaria, y en específico, al objetivo de proteger las reservas internacionales del Banco Central. En el periodo 1990-1996 la colocación de los valores gubernamentales se movía de manera inversa a la variación de las reservas internacionales. Posteriormente, dado que surgieron nuevos instrumentos para regular la liquidez, esta relación no es tan directa. En el periodo 1997-2000, una quinta parte de la circulación de valores gubernamentales, según la clasificación de Banco de México, se emitió con fines de regulación monetaria. Sin embargo, a partir del año 2000 se emiten Brems con cargo al Banco Central, que asumen es su totalidad esta función. En una etapa de tránsito, entre los años 2001 y 2002, sólo se destinó el 5.3% en promedio de la colocación de valores gubernamentales a la regulación de la moneda.

Los Brems ascendieron a 259.7 miles de millones de pesos en diciembre de 2005, que con respecto al mismo mes de 2001, significó un crecimiento absoluto del 65.1%. Las colocaciones de Brems representaron el 40% de las reservas internacionales en dicho periodo.

En el periodo 2001-2005, se aplicaron políticas monetarias restrictivas, por medio de bonos de regulación monetaria y aumentos directos e indirectos en la tasas de interés, ante desequilibrios en la cuenta de capital. Al momento de restablecerse los flujos de capital se establecieron políticas expansivas (Levy, 2005). La regulación de la moneda no incidió sobre la deuda pública interna, pero si provocó perdidas para el Banco Central.

El costo de la acumulación de reservas en el periodo 2001 y 2005 ascendió a 11.7 miles de millones de dólares. Este fue el precio que se

pagó por evitar que la conversión de dólares a pesos no generara presiones inflacionarias y por mantener un tipo de cambio estable,

En conclusión, en el periodo de estudio 2001-2005, se cumple parcialmente con la hipótesis formulada: las políticas de restricción monetaria aumentaron la deuda pública interna por dos razones: porque elevaron el nivel de las tasas de interés relativas, y por lo tanto el costo de la el costo de la deuda pública interna, por la estructura oligopólica del sistema bancario; pero la esterilización del dinero bancario privado, entendida como los flujos de capital externo que presionan la base monetaria, corrió a cargo del Banco Central.

CONCLUSIONES GENERALES

La deuda pública interna ha sido afectada por la regulación de la moneda en México. Dado un entorno de desregulación financiera, la emisión de valores gubernamentales más que responder a las necesidades de financiamiento del sector público, se ha puesto al servicio de la política monetaria. La colocación de valores públicos funge como mecanismo estabilizador de la base monetaria.

El sobreendeudamiento público relacionado con la regulación de la moneda, no sólo deriva de la acumulación de reservas de divisas por parte del Banco Central, sino que también responde a la carencia de instrumentos de ahorro con calidad crediticia en el mercado de dinero. En este trabajo centramos nuestra atención en la colocación de valores públicos con fines de regulación monetaria.

El presente trabajo ha tenido por objeto analizar la relación entre la política monetaria y el costo de los valores públicos emitidos para regular la moneda, así como el efecto potencial de las OMAS en la regulación de la misma. Bajo esta perspectiva se han desarrollado tres capítulos.

En el primer capítulo nos internamos en el debate teórico sobre la moneda, la endogeneidad de la oferta monetaria y el efecto potencial de las OMAS para regular la moneda:

- 1) Desde una postura endógena, condensada por Keynes en *Tratado de Dinero*, el dinero es un medio para la cancelación de deuda que el Estado adelanta para activar la producción y el comercio. El dinero es endógeno porque los bancos tienen la capacidad de crear medios de pago, bajo la supervisión del Estado, que responden a la necesidad de inversión del sector privado.
- 2) El pensamiento poskeynesiano retoma estos principios y considera al dinero como algo no neutral e integral al proceso productivo. Podemos encontrar tres grandes corrientes dentro del pensamiento poskeynesiano con respecto a la naturaleza del dinero: i) la postura acomodaticia, donde el Banco Central no tiene control sobre la oferta monetaria, pero sí sobre las tasas de interés; ii) el enfoque estructuralista, donde el dinero como las tasas de interés son endógenos y que centra sus estudios en la acumulación de capital y la posibilidad de la crisis; y iii) la corriente del circuito monetario, que considera que el dinero es creado en la fase de flujo para permitir la acumulación privada y la producción de bienes colectivos por parte del Estado, y que es destruido en la fase de reflujos cuando se realizan las compras y el pago de impuestos.
- 3) La globalización financiera determina que los bancos centrales asuman dos prioridades: mantener la moneda estable y alejar la incertidumbre sobre el tipo de cambio. La estabilidad financiera ha estado vinculada al flujo de recursos financieros privados, que financian el déficit en cuenta corriente. Los bancos centrales cuentan básicamente con dos instrumentos para regular la liquidez:

el control de las tasas de interés y operaciones del mercado abierto.

- 4) Dadas las necesidades endeudamiento soberano, los países en desarrollo corren el riesgo de caer en un esquema de financiamiento Ponzi, donde las necesidades de divisas para cumplir con los compromisos de pago determinan absorber crecientes costos para mantener la credibilidad: recortes en el gasto público, incremento de impuestos o acumulación de divisas por parte del Banco Central.
- 5) Por último, el creciente flujo de capitales provoca exceso de fondos en los mercados de capital con relación al volumen de títulos emitidos, esto provoca un proceso de inflación financiera y que el Banco Central emita bonos para retirar el exceso de liquidez.

En el segundo capítulo se estimó la relación entre la liberalización financiera, la aplicación de operaciones en el mercado de dinero y la consolidación del mercado de deuda pública interna:

- 1) La liberalización financiera en México no estimuló una eficaz conexión en el proceso ahorro-inversión: tenemos una banca rentista del gobierno, con pocos incentivos para otorgar créditos, crecientemente concentrada y que no estimula el ahorro privado; un mercado de dinero en el que prevalece la oferta de valores públicos, restringido a los inversores institucionales y estos determinan un financiamiento a tasas de interés no competitivas; y un mercados de capitales débil, concentrado en un pequeño segmento de empresas y con poca relevancia para el financiamiento privado.
- 2) La desregulación financiera, y en particular, la liberalización de las tasas de interés, no incrementó la propensión al ahorro, ni incidió positivamente en la disponibilidad del crédito.
- 3) La consolidación de un mercado de valores de deuda pública interna permitió el financiamiento no inflacionario del sector público.
- 4) El sector bancario transitó por un proceso de reprivatización, crisis y reestructuración, y finalmente de extranjerización, sin que haya logrado mantener y reactivar el financiamiento al sector privado. Al contrario el sector bancario transfirió sus pasivos a la sociedad.
- 5) La liberalización financiera permitió el crecimiento de los márgenes financieros sin aumentar la oferta de préstamos (Mantey, 2002). El sector bancario ha podido mantener sus utilidades especulando con bonos de deuda pública, restringiendo el financiamiento privado.

En el tercer capítulo se estima la relación entre la política monetaria restrictiva, las operaciones de regulación monetaria y el costo de la deuda pública interna:

- 1) Dados los crecientes flujos de capital externo, el proceso de liberalización financiera y la apertura comercial, ha sido necesario aumentar la colocación de valores públicos como mecanismo estabilizador de la base monetaria, provocado pérdidas sobre las finanzas públicas y en los recursos del Banco Central.
- 2) La aplicación pro cíclica de políticas monetaria y fiscal restrictivas, buscan mantener estable el tipo de cambio, y por tanto, controlada la inflación. Dado que la deuda pública interna derivada de la emisión de bonos es un elemento central de la política monetaria, ésta se ha convertido en uno de los pilares de la estabilización.
- 3) Los flujos de capital externo financian el déficit en cuenta corriente, pero para atraerlos es necesario ofrecer condiciones de rentabilidad al capital financiero: altas tasas de interés (relativas a las tasas externas) y perspectivas de baja inflación (un tipo de cambio estable). Sin embargo, estos recursos expanden la base monetaria y el Banco Central tiene que intervenir para regularlos.
- 4) La acumulación de reservas por parte del Banco Central tiene por objetivo mantener la confianza sobre la estabilidad del tipo de cambio, pero tiene un alto costo
- 5) La política fiscal se ha subordinado al control de precios: el gobierno restringe su gasto e inversión y renuncia al control de la moneda, por medio de la autonomía del Banco Central, para no poner en riesgo la estabilidad económica. A pesar de la disciplina fiscal, la deuda pública interna crece.
- 6) La deuda pública interna derivada de la emisión de valores gubernamentales se está convirtiendo en la principal fuente de endeudamiento público.
- 7) El crecimiento de la deuda pública interna ha estado vinculado a la regulación de la moneda y en especial, a proteger las reservas de divisas del Banco Central. En el periodo 1997-2000, la quinta parte de la circulación de valores gubernamentales se emitió con fines de regulación monetaria.
- 8) A partir del año 2000 se emiten Brems con cargo al Banco Central, que asumen en las funciones de la regulación monetaria. Entre 2001 y 2005, la colocación de Brems pasó de 157.3 a 259.7 miles de millones de pesos y representó en promedio el 40% de las reservas de divisas.
- 9) El costo de la acumulación de reservas en el periodo 2001-2005 ascendió a 11.7 miles de millones de dólares

En cuanto a la hipótesis planteada, en el periodo 2001-2005:

- a) Se aplicaron políticas monetarias restrictivas, por medio de bonos de regulación monetaria y aumentos directos e indirectos en la tasas de interés, ante desequilibrios en la cuenta de capital (Levy, 2005).
- b) Las políticas de restricción monetaria aumentaron la deuda pública interna por dos razones: porque elevaron el nivel de las tasas de interés relativas y por la estructura oligopólica del sistema bancario.
- c) La esterilización del dinero bancario privado, entendida como los flujos de capital externo que presionan la base monetaria, corrió a cargo del Banco Central.

Finalmente, para que la regulación de la moneda no se traduzca en sobreendeudamiento es necesario: promover a nivel internacional mecanismos para limitar el movimiento de capitales; establecer un tipo de cambio competitivo; fomentar la sustitución de importaciones o generar cadenas productivas dirigidos a productos de alta tecnología, para disminuir la dependencia de los flujos de capital externo; impulsar una cartera de valores privados en el mercado de dinero; quitar las barreras al acceso a dicho mercado; reglamentar montos mínimos de crédito para la operación de la banca comercial; entre otros factores. En la actualidad el costo de la estabilidad es el desempleo, por lo tanto, es esencial redefinir las prioridades de la política monetaria, para que además del control de precios, asuma el compromiso de impulsar el crecimiento económico. Asimismo, la política fiscal debe impulsar la recuperación de demanda interna, aplicando un gasto selectivo en áreas prioritarias (infraestructura, salud y educación) que promueva el desarrollo. El modelo neoliberal está agotado, es necesario abandonar la economía de la escasez.

BIBLIOGRAFÍA

Ánima Puentes, Santiago y Guerrero Flores, Vicente (2004), *Economía mexicana. Reforma estructural. 1982-2003*, México, Facultad de Economía, UNAM, 315 Págs.

Ampudia M. Nora (2003), “Treinta años de política monetaria en México. 1970-2000 en Eteberto Ortiz, *Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento*, México, Plaza y Valdés Editores-UAM Xochimilco, 210 Págs.

Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino de la transformación económica*, México, Fondo de Cultura Económica, primera edición, 215 Págs.

Banco de México, Informe Anual, 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005, México.

Banco de México (2006), Comparecencia del Dr. Guillermo Ortiz ante la Comisión de Hacienda y Crédito Público del Senado de la República, febrero, (DE 15 de marzo de 2007: http://www.senado.gob.mx/content/sp/principal/content/banco2/GOM_Comparecencia_22feb2006.ppt)

Barra, Cecilia (1994), “La deuda interna en México, 1982-1993”, en *Monetaria*, CEMLA, octubre-diciembre.

Calva, José Luis (2004), “La economía mexicana en perspectiva”, en *Economía UNAM*, núm.1, enero-abril, pp. 63-85.

CEFP (2006), *Estadísticas de Deuda Pública, 1990-2005*, México, Centro de Estudios de las Finanzas Publicas de la H. Cámara de Diputados, (DE 25 de marzo de 2007: http://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/cesp_0382006.pdf).

Correa, Eugenia.(2002), “FOBAPROA e IPAB: crisis y ocaso de los bancos mexicanos” en Eugenia Correa y Alicia Girón, *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIEc-Grupo Editorial Porrúa, pp. 67-88.

_____ (1999), “Liberalización y crisis financiera”, en *Comercio Exterior*, México, Bancomext, enero, pp. 54-61.

Díaz de León, Alejandro y Greenham, Laura (2001), “Política monetaria y tasas de interés: experiencia reciente para el caso de México”, en *Economía Informa*, núm. 2, segundo semestre.

Fernández Díaz, Andrés, Rodríguez Sáiz, Luis et all (2003), *Política monetaria. II Enfoques Alternativos*, Madrid, Editorial Thomson, capítulo 3.

Friedman, Milton (1989), “The Quantity Theory of Money: a Restament”, en John Eatwell, Murria Milgate y Meter Newman, *The New Palgrave: dictionary of economics*, Londres, Macmillian.

Fry, Maxwell J.(1995), ”Políticas para el desarrollo financiero” en Catherine Mansell Cartens, *Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina*, México, CEMLA.

Ingham, Geoffrey (2004) *The natural of Money*, Cambridge: Polity.

Keynes, J. Maynard (1965), *A Treatise On Money*, Volumen I The Pure Theory of Money, Londres, Macmillan.

- _____ (1994), *Tratado de Dinero*, España, Ediciones Acosta.
- _____ (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, Harcourt.
- _____ (1986), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Garrido, Celso (2005), *Desarrollo económico y procesos de financiamiento*, México, UAM Azcapotzalco, capítulo 7.
- Girón, Alicia y Eugenia Correa (coord.) (2002), *Crisis y futuro de la banca en México*, Miguel Ángel Porrúa, UNAM-IIEc-DGAPA, 188 Págs.
- Girón González, Alicia (2005), “La moneda: un debate contemporáneo” en *Problemas de Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, México, IIEc, vol. 36, núm. 42, julio-septiembre, pp. 127-143.
- _____ (2006) “Poder y moneda: discusión inconclusa” en Alicia Girón (coordinadora) *Confrontaciones Monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, Buenos Aires, CLACSO.
- Guillén Romo, Héctor:(2002), “Evolución del régimen macrofinanciero mexicano” en *Comercio Exterior*, México, Bancomext, julio, pp. 564-574.
- Hernández Trillo, Fausto (2003), *La economía de la deuda. Lecciones desde México. México*, Fondo de Cultura Económica, 346 Págs.
- Huerta G. Arturo (2005), “Reformas estructurales y soberanía de la política económica” en *Economía Informa*, México, núm. 336, septiembre-octubre, pp. 22-32.
- _____ (2006), *Por qué no crece la economía mexicana y cómo puede crecer*, México, Editorial Diana, 214 Págs.
- Keynes, J. Maynard (1965), *A Treatise On Money*, Volumen I The Pure Theory of Money, Londres, Macmillan,
- _____ (1994), *Tratado de Dinero*, Biblioteca de grandes economistas del siglo XX. Madrid, Ediciones Acosta
- _____ (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Nueva York.
- _____ (1986), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, primera edición.
- Kregel, Jan (1998), “Flujo de capitales, fragilidad e inestabilidad financiera en el desarrollo económico” en Alicia Girón y Eugenia Correa (coordinadoras), *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras, México*, Ediciones El Caballito.
- _____ (2006), “Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo” en Eugenia Correa y Alicia Girón(coordinadoras), *Reforma Financiera en América Latina*, Buenos Aires, Publicaciones Cooperativas CLACSO, pp. 315-333.

Lavoie, Marc (2004). *La economía postkeynesiana. Un antídoto del pensamiento único*, Barcelona. Editorial Icaria Antrazyt.

“Ley Orgánica del Banco de México” (1985), emitida el 31 de diciembre de 1984, en *Mercado de Valores*, México, año XLV, núm. 1, 7 de enero.

Levy O. Noemí (2000), “Tasas de interés, agregados monetarios y crecimiento económico” en *Momento Económico*, México, IIEc, febrero, pp. 30-46.

_____ (2001), “Tasas de interés, agregados monetarios y crecimiento económico” en *Momento Económico*, México, IIEc, febrero.

_____ (2004 a), “La efectividad de las operaciones de mercado abierto en países emergentes: México en los noventa” en *ECONOMÍAUNAM*, México, Facultad de Economía-UNAM, Vol. 2, núm. 6, pp. 55-71.

_____ (2004 b), “El efecto de la restricción del déficit público en economías globalizadas con mercados de capital débiles” en María Luisa Quintero Soto(coordinadora), *Liberalización financiera y déficit público*, México, Miguel Ángel Porrúa UNAM-ENEP Aragón, octubre.

López González, Teresa (2003),”Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México” en Guadalupe Mántey y Noemí Levy, (coordinadoras), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, ENEP-Acatlán, UNAM.

_____ (2006),”Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo” en Eugenia Correa y Alicia Girón (coordinadoras), *Reforma Financiera en América Latina*, Buenos Aires, Publicaciones Cooperativas, CLACSO, pp. 227-257.

Mansell Cartens, Catherine (1995), “De la represión financiera a las operaciones en el mercado abierto” en Catherine Mansell Cartens (coordinadora), *Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina*, México, CEMLA.

Mántey, Guadalupe (1994). *Lecciones de economía monetaria*, México UACPyP-CCH y Facultad de Economía, UNAM.

_____ (1995), “La política monetaria en México y la tasa de interés real”, en *Investigación Económica*, México, núm. 211, enero-marzo, pp. 123-146.

_____ (1998), “Efectos de la liberalización financiera en la deuda pública de México” en Eugenia Correa y Alicia Girón (coordinadoras) *Crisis Financiera. Mercado sin fronteras*, México, IIEc-DGAPA-Ediciones el Caballito, pp. 243-266.

_____ (1999), “Política monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles” *Comercio Exterior*, México, Bancomext, mayo, pp. 445-454.

_____ (2000). “Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX” en *Comercio Exterior*, México, vol. 50, núm. 12, diciembre.

_____ (2002), “Política monetaria con oligopolio bancario: el gobierno como emisor de última instancia y el sobreendeudamiento público en México” en *Momento Económico*, México, UNAM IIEc, núm.120, marzo-abril, pp. 2-13.

_____ (2004), “Políticas financieras para el desarrollo de mercados imperfectos. Sugerencias para el caso mexicano”, en *ECONOMIAUNAM*, México, vol. 1, núm. 3, septiembre-diciembre, pp. 101-114.

McKinnon R. I. (1974), *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, México, CEMLA, Capitulo 1.

Minsky H.P.(1991) “The endogeneity of Money” en Nicolas Kaldor and Mainstream Economics, editado por E. Nell y W. Sammler, Nueva York: St Martin.

Niggle, J. Christopher (1991) “The endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal” en *Journal of Economic Issues*, vol XXV, núm. 1, marzo.

Ortiz Martínez, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desregulación bancaria*, México, Fondo de Cultura Económica.

Ortiz Soto, Oscar L (2001), *El dinero. La teoría, la política y las instituciones*, México, Facultad de Economía, UNAM.

Parguez, Alain (2004), “Moneda y crédito en el capitalismo contemporáneo” en Eugenia Correa y Alicia Girón, *Economía financiera contemporánea*, tomo II, México, Editorial Miguel Ángel Porrúa, pp. 15-54.

Parguez, Alain, (2006) “Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito”, en *Confrontaciones Monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, Buenos Aires, CLACSO.

Rochon L.P. (2001). “Horizontalism: setting the record straight”, en L.P. Rochon y M. Vernengo (eds), *Credit, interest Rates and open Economy: Essay on Horizontalism*, Cheltenham, Edward Elgar.

_____ (1999), *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham, Edward Elgar, Capítulo 5.

Rodrik, Dani (2006), The social cost of Foreign Exchange Reserves, *International Economic Journal*, January, Boston, Unites States, American Economic Association.

Ron Delgado, Francisco E (2000), “Eficiencia en la transmisión de la política monetaria en México La cadena: “corto”, tasas de interés interbancaria y tasas de depósitos”, en *Momento Económico*, México, IIEc, núm. 129-130, septiembre- diciembre, pp. 47-64.

SHCP, *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, México, varios números: cuarto trimestre de 2001, 2002, 2003 y 2004.

Toporoswky, Jan (2004) “Inflación en los mercados financieros” en Eugenia Correa y Alicia Girón, *Economía Financiera Contemporánea*, tomo II, México, Miguel Ángel Porrúa.

_____ (2006) “Las limitaciones de los bancos centrales en la estabilidad financiera” en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coordinadoras), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Editorial Miguel Ángel Porrúa.

Vidal, Gregorio (2002), “Bancos, fortunas y poder: una lectura de la economía en el México del 2000” en Eugenia Correa y Alicia Girón, *Crisis y futuro de la banca en México*, México, Miguel Ángel Porrúa, IIEc, pp. 5-46

ANEXO ESTADÍSTICO
Y
ANEXO DE CONCEPTOS

Cuadro A. 1
México: inversión extranjera, 1985-2005

año	Millones de dólares			Estructura porcentual			Como % del PIB		
	Total	De cartera	Directa	Total	De cartera	Directa	Total	De cartera	Directa
1985	1,387.7	-595.8	1,983.5	100.0	-42.9	142.9	0.8	-0.3	1.1
1989	3626.8	451.3	3175.6	100.0	12.4	87.6	1.8	0.2	1.5
1990	6,041.7	3,408.5	2,633.3	100.0	56.4	43.6	2.5	1.4	1.1
1991	17,514.6	12,753.2	4,761.5	100.0	72.8	27.2	6.0	4.4	1.6
1992	22,433.9	18,041.1	4,392.8	100.0	80.4	19.6	6.6	5.3	1.3
1993	33,208.1	28,819.3	4,388.8	100.0	86.8	13.2	8.7	7.6	1.2
1994	19,519.7	8,547.2	10,972.5	100.0	43.8	56.2	4.9	2.1	2.7
1995	-188.4	-9,714.7	9,526.3	100.0	5156.4	-5056.4	-0.1	-3.5	3.5
1996	22,753.9	13,568.5	9,185.5	100.0	59.6	40.4	7.3	4.4	3.0
1997	17,866.7	5,037.0	12,829.5	100.0	28.2	71.8	4.9	1.4	3.5
1998	13,442.9	1,027.0	12,415.9	100.0	7.6	92.4	3.5	0.3	3.2
1999	25,709.0	12,004.8	13,704.2	100.0	46.7	53.3	5.8	2.7	3.1
2000	16,638.3	-1,134.3	17,772.5	100.0	-6.8	106.8	3.1	-0.2	3.3
2001	31,310.6	3,882.0	27,428.5	100.0	12.4	87.6	5.5	0.7	4.8
2002	18,711.9	-632.0	19,343.9	100.0	-3.4	103.4	3.1	-0.1	3.2
2003	19,211.9	3,863.9	15,347.9	100.0	20.1	79.9	3.3	0.7	2.6
2004	28,225.1	5,942.3	22,282.6	100.0	21.1	78.9	4.5	1.0	3.6
2005	29,122.7	10,188.7	18,933.9	100.0	35.0	65.0	4.2	1.5	2.7

Fuente: Banco de Información económica, INEGI.

Cuadro A. 2
Brecha entre tasas de interés nacionales e internacionales, 2001-2006
(Tasas al mes de diciembre)

Año	A	B	C	D	Diferencia		
	CETES a 91 días	Libor a 3 meses anualizada	EUA: Depósitos en Eurodólares a 3 meses	EUA: Tasa de Fondos Federales	A-B	A-C	A-D
2001	7.6	1.9	1.8	1.8	5.7	5.8	5.8
2002	7.3	1.4	1.4	1.2	5.9	6.0	6.1
2003	6.2	1.2	1.1	1.0	5.0	5.1	5.2
2004	8.8	2.5	2.4	2.2	6.3	6.4	6.7
2005	8.0	4.5	4.5	4.2	3.5	3.5	3.9
2006	7.2	5.4	5.4	5.2	1.8	1.8	1.9

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

Cuadro A.3
Finanzas públicas, 1985-2005
(Como porcentaje del PIB)

Concepto	1985-89	1990-94	1995-86	1997-00	2001-05
Gasto presupuestal 1/	31.7	21.9	20.6	20.7	22.0
Intereses pagados internos	9.3	2.7	1.7	2.0	1.7
Intereses pagados Externos	3.2	1.5	1.8	1.3	1.7
Gastos de capital	2.8	2.5	2.4	1.7	1.4
Ingreso presupuestal 1/	24.0	22.9	19.9	19.7	21.4
Déficit (+) o superávit (-) presupuestal 2/	6.9	0.1	0.1	0.9	0.6
Gasto presupuestal primario	19.2	17.8	16.1	17.4	19.3
Déficit (+) o superávit (-) primario presupuestal	-4.8	-4.0	-3.8	-2.3	-2.1
Déficit primario extrapresupuestal	0.2	-0.1	-0.1	0.0	-2.1
Déficit (+) o superávit (-) primario económico 3/	-4.6	-4.1	-3.0	-2.4	-2.1

1/ Los ingresos y gastos de organismos y empresas no incluyen enteros a la Tesofe provenientes de Capufe y Lotenal, así como derechos de Pemex.

2/ El signo (+) significa déficit y el (-) superávit.

3/ Se obtiene al deducir del balance económico el costo financiero de los sectores presupuestario y extrapresupuestario.

Fuente: Elaboración propia con Indicadores Económicos y Financieros de Banco

Cuadro A. 4
Costo financiero de la deuda del Gobierno Federal, 1990-2005
(Como porcentaje del PIB)

Año	Total 1/ 2/	Interno 1/ 2/	Externo
1990	8.4	6.8	1.7
1991	5.0	3.3	1.7
1992	3.7	2.5	1.3
1993	2.8	1.8	1.0
1994	2.3	1.3	0.9
1995	3.8	2.0	1.8
1996	3.4	1.6	1.3
1997	2.5	1.2	1.3
1998	2.6	1.4	1.2
1999	3.0	1.9	1.1
2000	2.4	1.4	1.0
2001	2.4	1.6	0.8
2002	1.9	1.2	0.7
2003	1.9	1.2	0.8
2004	1.8	1.1	0.7
2005	1.8	1.2	0.6

Notas: 1/ no incluye el costo financiero de los programas de Apoyo Financiero y apoyo a Deudores

2/ a partir de 1990, incluye los intereses que se pagan interinstitucionalmente al sector público (intereses compensados).

Elaborado con base en datos de la cuenta de la Hacienda Pública Federal, 1990-2005 e INEGI

Fuente: Tomado de Estadísticas de Deuda Pública, 1990-2005, Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, p.21.

Cuadro A. 5
Colocación de deuda interna del sector público a través de valores, 1980-2005
(Millones de pesos a precios constantes de 1993)
Al mes de diciembre

Años	Circulación Total de Valores	Certificados de la Tesorería de la Federación	Bonos de Indemnización Bancaria	Bonos de Desarrollo (BONDES)	Ajustabonos	Tesobonos	Udibonos	total valores gubernamentales
1980	109.169.6	9.593.6						9.593.6
1981	123.799.0	12.597.9						12.597.9
1982	163.480.0	21.320.0						21.320.0
1983	142.302.0	25.216.3	4.310.2					29.526.5
1984	128.662.3	20.680.5	3.233.8					23.914.3
1985	98.483.7	38.441.4	2.070.0					40.511.4
1986	82.446.6	64.277.7	859.2					65.136.9
1987	107.170.3	94.613.2	309.5	1.211.1				96.133.8
1988	160.847.8	92.565.5	181.9	44.494.6				137.242.0
1989	215.212.4	94.634.1	85.0	97.621.2	5.654.8	347.3		198.342.4
1990	218.644.9	97.518.3	44.7	87.376.7	19.383.0	1.628.4		205.951.0
1991	198.193.8	84.221.7	0.5	67.439.4	45.370.4	1.078.5		198.110.4
1992	137.860.7	61.320.3	0.6	38.078.7	37.483.3	953.2		137.836.1
1993	129.317.4	77.254.4	0.6	16.245.2	32.131.6	3.663.4		129.295.1
1994	139.803.6	32.400.2	0.5	6.786.7	23.342.5	77.268.0		139.797.8
1995	77.137.1	27.718.1	0.3	25.653.3	22.423.6	1.341.7		77.137.1
1996	73.653.1	28.457.9	0.3	31.085.4	11.655.2		2.454.3	73.653.1
1997	90.687.3	37.403.5	0.2	32.533.8	6.156.3		14.593.5	90.687.4
1998	114.048.3	38.500.9	0.2	50.355.0	3.582.6		21.609.6	114.048.3
1999	136.516.9	38.927.5	0.2	73.454.1			24.135.2	136.516.9
2000	160.138.0	48.679.8		77.669.7			24.092.5	150.442.0
2001	191.361.8	52.535.1		80.815.0			25.335.2	158.685.3
2002	204.845.7	48.128.4		75.091.5			24.319.7	147.539.6
2003	238.523.1	49.572.3		82.885.6			22.037.5	154.495.3
2004	231.822.0	53.761.9		67.614.1			19.196.2	140.572.1
2005	255.532.4	60.857.7		59.794.4			20.609.9	141.262.0

Fuente: Elaboración propia con dato de INEGI.

Cuadro A. 6
Costo de la deuda interna del gobierno federal, 2001-2005
(Millones de pesos)

Instrumento	Rubro	2001	2002	2003	2004	2005
Costo total	Intereses	90,544.1	75,460.3	79,219.2	82,669.7	100,108.0
	Gasto total	1,103.9	1,806.9	2,350.5	3,060.7	3,518.3
	Costo	91,648.0	77,267.0	81,569.7	85,730.4	103,626.3
valores	Intereses	82,594.2	71,056.0	75,234.4	80,175.9	97,608.5
	Gasto total	1,008.1	1,749.7	2,297.5	3,006.0	3,479.7
	Costo	83,602.3	72,805.7	77,531.9	83,181.9	101,088.2
CETES	Intereses	26,283.6	19,450.5	15,201.1	15,398.5	26,568.0
	Gasto total	2.6	2.7	2.8	2.6	1,069.1
	Costo	26,286.2	19,453.2	15,203.9	15,401.1	27,637.1
Bonos	Intereses	42,023.9	26,102.3	24,963.4	20,768.0	26,568.0
	Gasto total	630	1,184.0	1,407.0	1,340.5	1,069.1
	Costo	42,653.9	27,286.3	26,370.4	22,108.5	27,637.1
Bonos de Desarrollo a Tasa Fija	Intereses	8,579.9	19,383.4	29,207.6	38,724.5	43,363.5
	Gasto total	277.5	455.6	786.2	1,458.2	2,093.1
	Costo	8,857.4	19,839	29,993.8	40,182.7	45,456.6
Udibonos	Intereses	5,706.8	6,119.8	5,862.3	5,284.9	4,992.9
	Gasto total	98	107.4	101.5	204.7	314.8
	Costo	5,804.8	6,227	5,963.8	5,489.6	5,307.7
Fondo de Ahorro SAR	Intereses	2,035.4	2,107.5	1,645.5	1,528.6	1,590.9
	Gasto total	0	0	0	0	0
	Costo	2,035.4	2,107.5	1,645.5	1,528.6	1,590.9
Otros	Intereses	5,914.5	2,296.8	2,339.3	965.2	908.6
	Gasto total	95.8	57.2	53	54.7	38.6
	Costo	6,010.3	2,354.0	2,392.3	1,019.9	947.2

Fuente: Elaboración propia con datos del Estadísticas Oportunas de las Finanzas Públicas, SHCP, varios números.

Cuadro A. 7
Recursos y obligaciones de Banco de México, 1990-2004
(Miles de pesos corrientes y participación porcentual)

Diciembre de 1990

Recursos totales	89,685,755	100.0	Obligaciones totales	89,685,755	100.0
Reservas internacionales	29,949,711	33.4	Billetes y monedas metálicas	27,077,501	30.2
Tenencia neta de valores gubernamentales	39,978,811	44.6	Bonos de regulación monetaria	N/E	
Crédito	11,272,155	12.6	Depósitos de regulación monetaria netos	0	0.0
Gobierno federal	4,905,090	5.5	Depósitos del gobierno federal	3,979,589	4.4
Banca de desarrollo	532,480	0.6	Depósitos de organismos y empresas del sector público	834,302	0.9
Banca comercial	36,764	0.0	Depósitos de banca de desarrollo	902,866	1.0
FOBAPROA	0	0.0	Depósitos de banca comercial	3,153,993	3.5
FAMEVAL	N/E		Depósito de FOBAPROA	0	0.0
Fideicomisos oficiales	5,797,821	6.5	Depósitos de FAMEVAL	N/E	
A empresas del sector público	0	0.0	Depósitos de fideicomisos oficiales	8,762,885	9.8
Deudores por reporto de valores	0	0.0	Acreedores por reporto de valores	0	0.0
Valores del sector externo	718,932	0.8	Depósitos de organismos financieros internacionales	19,169,547	21.4
Otros conceptos	7,766,146	8.7	Acreedores diversos	2,770,293	3.1
			Otros conceptos	23,034,779	25.7

Diciembre de 2000

Recursos totales	619,568,785	100.0	Obligaciones totales	619,568,785	100.0
Reservas internacionales	322,456,082	52.0	Billetes y monedas metálicas	208,879,867	33.7
Tenencia neta de valores gubernamentales	0	0.0	Bonos de regulación monetaria	21,834,376	3.5
Crédito	197,871,321	31.9	Depósitos de regulación monetaria netos	140,929,714	22.7
Gobierno federal	0	0.0	Depósitos del gobierno federal	127,439,038	20.6
Banca de desarrollo	4,946,786	0.8	Depósitos de organismos y empresas del sector público	0	0.0
Banca comercial	90,169,532	14.6	Depósitos de banca de desarrollo	1,488,630	0.2
FOBAPROA	0	0.0	Depósitos de banca comercial	46,770,278	7.5
FAMEVAL	N/E		Depósito de FOBAPROA	5,059	0.0
Fideicomisos oficiales	33,032,769	5.3	Depósitos de FAMEVAL	N/E	
A empresas del sector público	69,722,234	11.3	Depósitos de fideicomisos oficiales	10,282,341	1.7
Deudores por reporto de valores	0	0.0	Acreedores por reporto de valores	0	0.0
Valores del sector externo	3,201,303	0.5	Depósitos de organismos financieros internacionales	0	0.0
Otros conceptos	96,040,079	15.5	Acreedores diversos	2,264,502	0.4
			Otros conceptos	59,674,980	9.6

Continúa...

Diciembre de 2004

Recursos totales	967,201,572	100.0	Obligaciones totales	967,201,572	100.0
Reservas internacionales	685,653,092	70.9	Billetes y monedas metálicas	340,177,672	35.2
Tenencia neta de valores gubernamentales	0	0.0	Bonos de regulación monetaria	232,996,048	24.1
Crédito	187,140,429	19.3	Depósitos de regulación monetaria netos	0	0.0
Gobierno federal	0	0.0	Depósitos del gobierno federal	112,015,669	11.6
Banca de desarrollo	25,000,000	2.6	Depósitos de organismos y empresas del sector público	0	0.0
Banca comercial	80,239,368	8.3	Depósitos de banca de desarrollo	40,671,076	4.2
FOBAPROA	0	0.0	Depósitos de banca comercial	191,985,914	19.8
FAMEVAL	N/E		Depósito de FOBAPROA	0	0.0
Fideicomisos oficiales	22,547,639	2.3	Depósitos de FAMEVAL	N/E	
A empresas del sector público	59,353,422	6.1	Depósitos de fideicomisos oficiales	0	0.0
Deudores por reporto de valores	0	0.0	Acreedores por reporto de valores	0	0.0
Valores del sector externo	3,718,536	0.4	Depósitos de organismos financieros internacionales	0	0.0
Otros conceptos	90,689,515	9.4	Acreedores diversos	1,850,886	0.2
			Otros conceptos	47,504,307	4.9

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

Cuadro A. 8
Base monetaria: usos, 1985-2005
(Miles de Pesos)

Años	Total	Billetes y monedas en circulación			
		Total	En el público	En caja de bancos 1/	Depósitos bancarios 2/
1985	2,741,031	1,888,131	1,731,976	156,155	852,900
1986	5,423,915	3,385,042	3,065,744	319,298	2,038,873
1987	11,030,937	8,065,284	7,318,490	746,794	2,965,653
1988	17,514,268	14,522,268	13,160,705	1,361,563	2,992,000
1989	22,224,545	19,660,245	17,992,140	1,668,105	2,564,300
1990	30,121,201	27,077,501	24,603,553	2,473,948	3,043,700
1991	38,581,127	36,171,727	32,417,777	3,753,950	2,409,400
1992	43,972,433	42,015,433	38,013,353	4,002,080	1,957,000
1993	47,192,881	47,192,859	43,230,687	3,962,172	22
1994	56,935,497	56,920,386	51,857,760	5,062,626	15,111
1995	66,808,632	66,808,632	60,657,871	6,150,761	0
1996	83,991,071	83,991,071	74,088,699	9,902,372	0
1997	108,891,286	108,735,629	94,195,615	14,540,014	155,657
1998	131,527,989	131,108,754	115,933,874	15,174,880	419,235
1999	188,718,250	188,718,250	164,195,279	24,522,971	0
2000	208,943,119	208,879,867	182,016,173	26,863,694	63,252
2001	225,580,415	225,222,732	198,918,591	26,304,141	357,683
2002	263,936,897	263,936,897	232,217,185	31,719,712	0
2003	303,614,089	303,614,089	263,594,922	40,019,167	0
2004	340,177,672	340,177,672	301,162,115	39,015,557	0
2005	380,033,691	380,033,691	336,170,628	43,863,063	0

1/ Incluye: Caja de la banca de desarrollo y de la banca comercial.

2/ Hasta enero de 1992 incluye cuenta única y otros depósitos (excepto depósitos especiales). A partir de febrero de 1992, solo se consideran los depósitos de cuenta única o los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional.

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México.

Cuadro A. 9
Base Monetaria: fuentes, 1985-2005
(Miles de Pesos)

Años	Total	Reserva internacional 1/	Crédito interno neto					
			Crédito interno neto (Total)	Tenencia neta de val. gub. 2/	Crédito neto al Gobierno Federal 3/	Depósitos de Emp. y org. del Sec. Púb.	Depósitos de regulación monetaria netos	Bonos de regulación monetaria 4/
1985	2,741,031	2,061,294	679,737	4,288,916	2,010,907	-565,057	0	N/E
1986	5,423,915	6,029,228	-605,313	6,178,834	4,056,239	-372,478	0	N/E
1987	11,030,937	28,814,046	-17,783,109	13,173,889	-1,957,876	-1,350,439	0	N/E
1988	17,514,268	14,551,411	2,962,857	22,137,559	10,519,644	-1,192,636	0	N/E
1989	22,224,545	17,484,476	4,740,069	35,101,790	3,594,135	-643,192	0	N/E
1990	30,121,201	29,949,711	171,490	39,978,811	925,501	-834,302	0	N/E
1991	38,581,127	53,885,609	-15,304,482	34,667,896	-12,871,287	-383,306	0	N/E
1992	43,972,433	57,803,443	-13,831,010	30,123,295	-14,145,344	-527,959	0	N/E
1993	47,192,881	76,211,021	-29,018,140	9,864,534	-18,676,959	-591,986	0	N/E
1994	56,935,497	32,739,200	24,196,297	0	-15,203,123	-9,137	-54,066,611	N/E
1995	66,808,632	120,300,736	-53,492,104	13,212,032	-26,194,362	-5,528	0	N/E
1996	83,991,071	137,803,802	-53,812,731	10,488,392	-16,123,737	-11,770	0	N/E
1997	108,891,286	225,930,120	-117,038,834	0	-46,317,980	0	-34,420,177	N/E
1998	131,527,989	298,272,664	-166,744,675	0	-63,041,791	0	-19,671,526	N/E
1999	188,718,250	291,924,668	-103,206,418	0	-90,189,805	0	-93,770,689	N/E
2000	208,943,119	322,456,082	-113,512,963	0	-127,439,038	0	-	-21,834,376
							140,929,714	
2001	225,580,415	374,847,999	-149,267,584	0	-103,124,417	0	-46,443,724	-
								156,724,885
2002	263,936,897	500,919,658	-236,982,761	0	-53,674,805	0	-35,295,019	-
								225,051,257
2003	303,614,089	645,407,146	-341,793,057	0	-111,720,856	0	0	-
								231,806,247
2004	340,177,672	685,653,092	-345,475,420	0	-112,015,669	0	0	-
								232,996,048
2005	380,033,691	730,252,911	-350,219,220	0	-125,285,267	0	0	-
								260,108,918

Continuación

Años	Crédito interno neto							
	Crédito neto a bancos 5/	Crédito neto a bancos. Banca de Desarrollo	Crédito neto a bancos. Banca Comercial	Financiamiento neto a otros intermediarios fin. 6/ Total	Financiamiento al IPAB 7/	Neto de reporto de valores	Depósitos de organismos internacionales	Posición neta de otros conceptos
1985	-2,920,730	-52,045	-2,868,685	-427,951	0	0	-1,083,576	-622,772
1986	-3,049,492	-192,746	-2,856,746	-1,543,436	0	0	-3,685,657	-2,189,323
1987	-3,731,067	-557,699	-3,173,368	-4,338,574	0	0	-11,310,791	-8,268,251
1988	-2,394,358	222,679	-2,617,037	-5,492,843	0	0	-10,917,094	-9,697,415
1989	-666,362	-534,423	-131,939	-4,681,710	0	0	-17,061,388	-10,903,204
1990	-443,915	-278,745	-165,170	-2,965,064	0	0	-19,169,547	-17,319,994
1991	35,823	174,080	-138,257	4,247,416	0	0	-20,756,889	-20,244,135
1992	849,358	1,045,963	-196,605	11,138,633	0	0	-18,559,684	-22,709,309
1993	555,016	1,003,362	-448,346	15,425,989	0	0	-14,894,033	-20,700,701
1994	41,395,063	2,080,413	39,314,650	29,159,737	0	56,716,713	-20,555,033	-13,241,312
1995	30,555,033	-2,061,439	32,616,472	54,580,929	0	0	-132,116,184	6,475,976
1996	-4,194,892	-2,860,055	-1,334,837	51,595,419	0	0	-104,507,660	8,941,517
1997	-29,426,311	-3,076,746	-26,349,565	59,907,378	0	-9,863,395	-73,319,088	16,400,739
1998	-58,210,893	-1,426,927	-56,783,966	66,533,901	0	-1,955,636	-82,930,134	-7,468,596
1999	8,849,828	-1,733,278	10,583,106	84,585,688	0	0	-42,441,672	29,760,232
2000	46,920,662	3,491,938	43,428,724	22,745,369	69,722,234	0	0	37,301,900
2001	-15,643,825	10,418,676	-26,062,501	26,139,402	73,289,746	0	0	73,240,119
2002	-42,807,810	1,137,211	-43,945,021	27,551,924	69,641,831	0	0	22,652,375
2003	-93,855,071	1,733,197	-95,588,268	25,052,932	67,006,409	0	0	3,529,776
2004	-	-	-	22,547,639	59,353,422	0	0	45,052,858
2005	127,417,622	15,671,076	111,746,546	20,042,346	61,064,046	65,470,128	0	109,487,430
	220,888,985	36,266,670	184,622,315					

1/ Definida de acuerdo con la Ley del Banco de México que entró en vigor en abril de 1994. Para su conversión a moneda nacional, se utilizó el tipo de cambio para solventar obligaciones en m.e. y a partir de enero de 1996 se utilizó el tipo de cambio Fix.

2/ De acuerdo con el artículo 11 de la Ley del Banco de México, este Instituto Central sólo puede dar crédito al Gobierno Federal mediante el ejercicio de la cuenta corriente que lleva a la Tesorería de la Federación.

3/ Incluye: Crédito directo más uso del crédito a través de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación menos depósitos del Gobierno Federal.

4/ Bonos emitidos por Banco de México con fundamento en el artículo 7 fracción VI de la ley del Banco de México, con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero (BREMS).

5/ Crédito y sobregiros de la cuenta única menos depósitos (excepto los depósitos en cuenta corriente).

6/ Incluye FAMEVAL, FOBAPROA y otros financiamientos. El Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) asumió los créditos del Banco de México al Fobaproa y al Fameval, de conformidad con la fracción primera del artículo octavo transitorio de la Ley de Protección al ahorro Bancario.

7/ Corresponde a los créditos asumidos por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) conforme a lo establecido en la fracción primera del artículo octavo transitorio de la Ley de Protección al Ahorro Bancario. En los saldos de los niveles

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México.

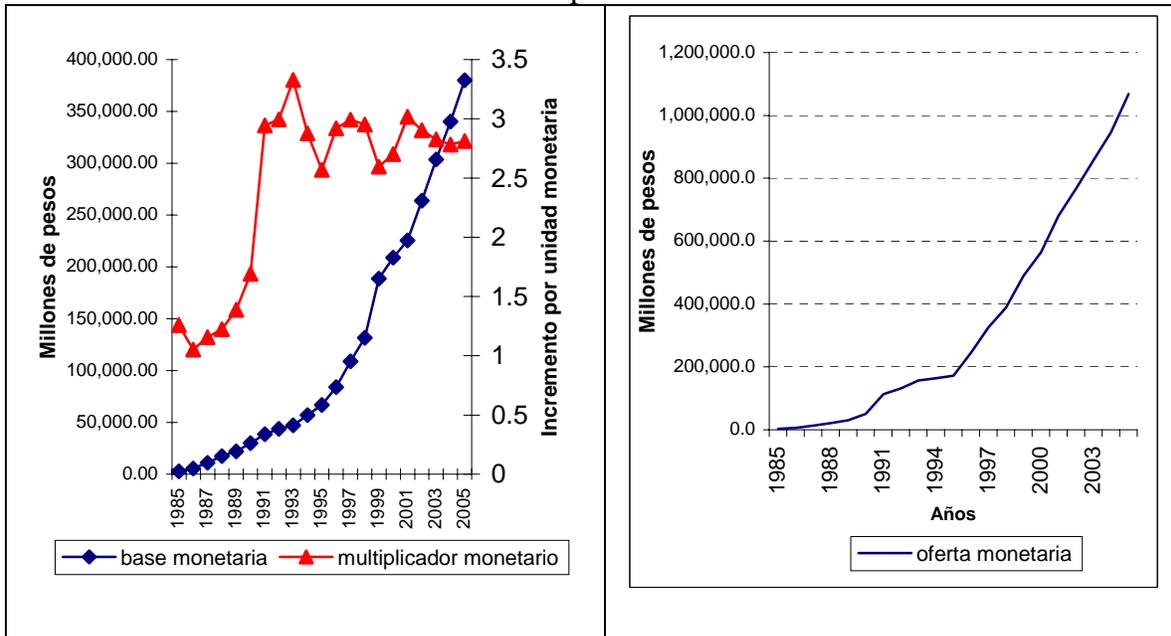
Cuadro A. 10
Evolución del tipo de cambio real, 1985-2005
(Porcentajes, Índices y pesos/ dólar)

Periodo	Tasa de Inflación		Índice de Inflación 1990=100		Rel. Precios	Paridad de Equilibrio	Paridad Oficial	Margen Sub(-) Sobré (+) valuación.
	México	EE.UU.	México	EE.UU.	Méx./EE.UU.			
1985	63.7	3.8	7.9	82.0	0.1	0.285	0.450	-36.4
1986	105.7	1.0	16.3	82.8	0.2	0.582	0.920	-36.7
1987	159.2	4.4	42.3	86.4	0.4	1.445	2.375	-39.1
1988	51.7	4.4	64.3	90.2	0.7	2.099	2.330	-9.8
1989	19.7	5.0	76.9	94.7	0.8	2.393	2.693	-11.1
1990	29.9	5.5	100.0	100.0	1.0	2.947	2.947	0.0
1991	18.8	3.1	118.7	104.2	1.1	3.359	3.096	8.5
1992	11.9	2.9	132.9	107.3	1.2	3.651	3.164	15.3
1993	8.0	2.8	143.6	110.5	1.3	3.829	3.107	23.2
1994	7.0	2.6	153.7	113.3	1.3	3.996	3.231	23.6
1995	51.9	2.5	233.6	116.6	2.0	5.906	7.658	-22.8
1996	27.7	3.4	298.3	120.0	2.4	7.326	7.863	-6.8
1997	15.7	1.7	345.2	122.8	2.8	8.287	8.065	2.7
1998	18.6	1.6	409.5	124.7	3.2	9.679	9.908	-2.3
1999	12.3	2.6	459.9	128.7	3.5	10.529	9.500	10.8
2000	8.9	3.4	501.2	133.1	3.7	11.096	9.650	14.9
2001	4.4	1.6	523.2	135.2	3.8	11.408	9.160	24.5
2002	5.7	2.4	553.1	138.4	4.0	11.778	9.656	21.9
2003	4	1.9	575.0	141.0	4.0	12.021	10.789	11.4
2004	5.2	3.3	604.9	145.6	4.1	12.246	11.286	8.5
2005	3.3	3.4	625.1	150.5	4.1	12.236	10.897	12.2
2006	2.5	3.1	640.5	155.2	4.1	12.161	10.901	11.5

Nota: suponemos como paridad de equilibrio el tipo de cambio de 1990.

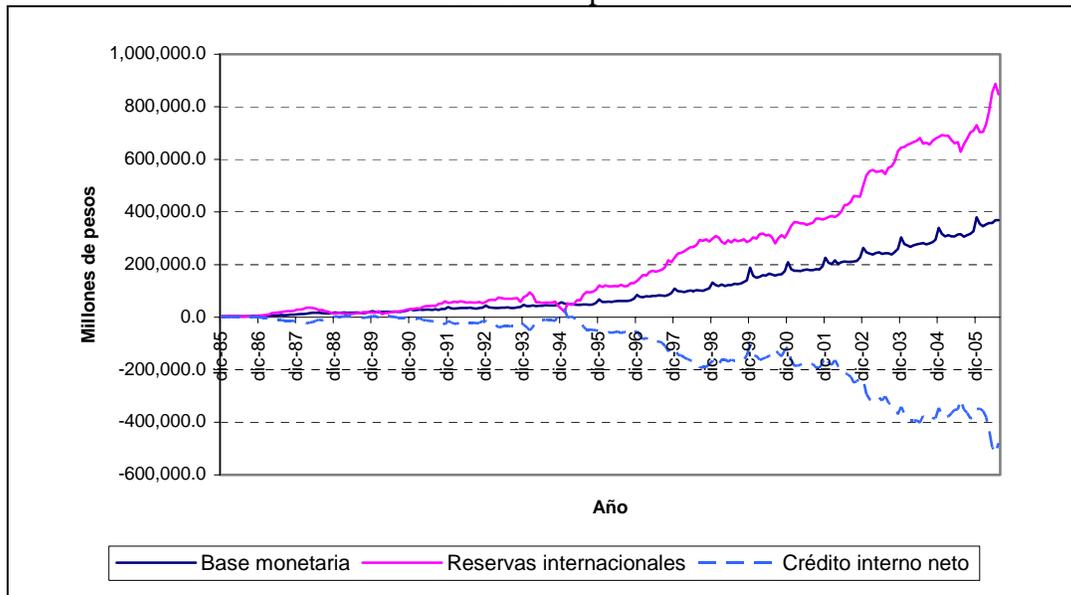
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

Gráfica.1
Oferta monetaria, base monetaria y multiplicador, 1985-2005
Millones de pesos corrientes



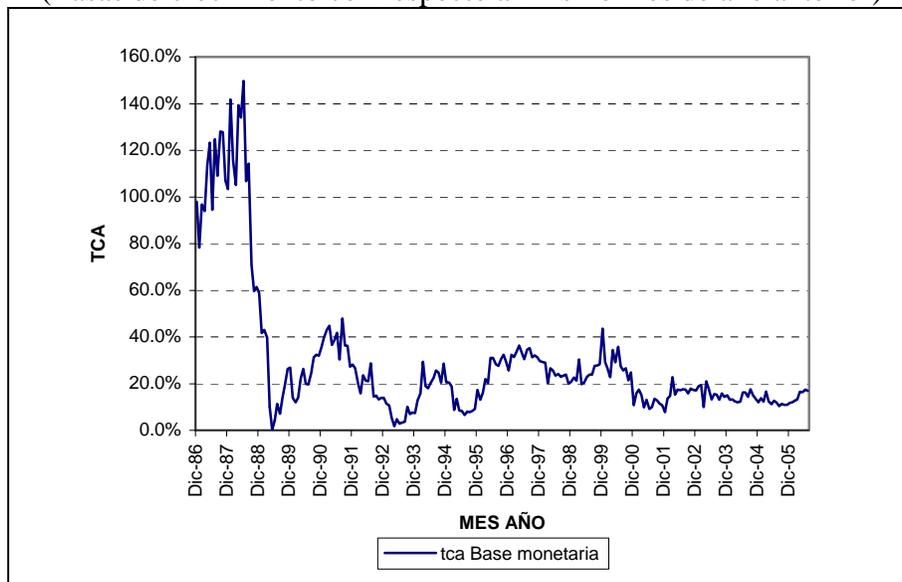
Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI.

Gráfica 2
Base monetaria: reservas internacionales y crédito interno neto, dic 1985-dic 2005
Millones de pesos



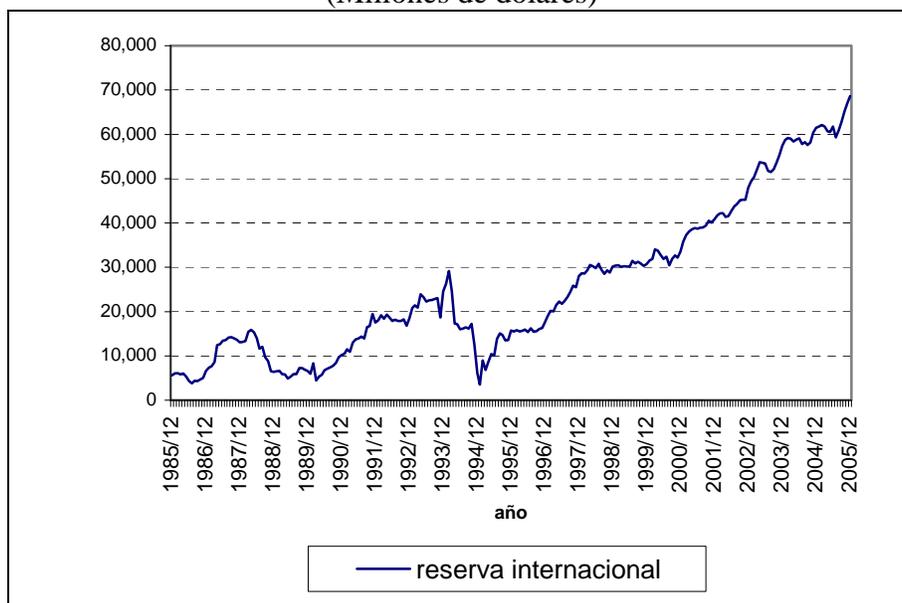
Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI.

Gráfica 3
 Base monetaria, 1985-2005
 (Tasas de crecimiento con respecto al mismo mes de año anterior)



Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI.

Gráfica 4
 Reserva Internacional, dic 1985-dic 2005.
 (Millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos del BIE, INEGI.

A. Deuda pública

Deuda pública.- es el saldo de los pasivos que el sector público tiene con el llamado resto del mundo. El resto del mundo queda compuesto por el sector externo, el Banco Central o autoridad monetaria, el sistema bancario y el sector privado (en el que incluyen los gobiernos estatales y municipales). De acuerdo al plazo de amortización, la deuda puede ser de corto o largo plazo (amortizable o perpetua). Por forma de emisión puede ser titulada (mercado de valores) y no titulada (documentos no divisibles).

Los saldos de Deuda Económica Amplia y Deuda Consolidada con Banco de México se definen en términos netos, es decir, a la deuda bruta total se le deducen los depósitos y disponibilidades del sector público.

Deuda Económica Amplia.- incorpora los pasivos netos del Gobierno Federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (banca de desarrollo y fideicomisos de fomento).

Por otra parte, al consolidarse en el sector público amplio con el Banco de México, se incluyen también en la deuda pública neta, los activos y pasivos financieros del Banco Central con el sector privado, la banca comercial y el sector externo.

La deuda pública se puede dividir interna y externa, la primera proviene del ahorro externo, mientras que el segundo tipo de deuda, puede surgir como resultado de colocación de valores gubernamentales entre el público ahorrador o de emisión monetaria y reservas bancarias (base monetaria).

Deuda Pública interna.- es la suma de las obligaciones que están a cargo del sector público, colocada entre agentes internos de la economía pagadero en el interior del país.

El mercado de valores se divide en dos: i) mercado de dinero, en él se reúnen oferentes y demandantes de recursos financieros a corto plazo, al mayoreo, con gran liquidez, cuyo fin es financiar deuda pública y privada; y b) mercado de capitales, en él se reúnen oferentes y demandantes de recursos a corto plazo, p.e. accionistas, obligacionistas, etc.

Los títulos y bonos se mueven en dos mercados:

- a) Mercado primario. Ofertas públicas y privadas (títulos y bonos) de una manera directa a través de un intermediario en el mercado, y el financiamiento alcanzado es realmente un financiamiento obtenido por el emisor.
- b) Mercado Secundario. Intercambio de títulos ya colocados.

Los bonos gubernamentales tienen las siguientes características: i) son una promesa de pago; ii) la tasa de rendimiento de las obligaciones que

emite el gobierno no presenta variabilidad en el rendimiento esperado; iii) tiene gran liquidez; y iv) tienen trato fiscal preferencial.

Valores negociados en el mercado de dinero: CETES, Udibonos, Bondes, Bondes D, Brems, Papel comercial y aceptaciones bancarias.

B. Finanzas Públicas

Balance Presupuestario.- es el déficit o superávit que resulta de la diferencia entre la cuenta corriente y la cuenta de capital más otros gastos no programables

Balance Primario.- Se obtiene al descontar del balance presupuestario, el costo financiero del sector público.

Balance económico primario. Se define como la diferencia entre los ingresos y los egresos del sector público, distintos del costo financiero del sector público.

Balance operacional. Es el resultado de eliminar de la contabilidad del balance público, la amortización inflacionaria de la deuda pública interna denominada en moneda nacional.

Costo financiero del sector público.- Hasta 1994 corresponde al pago de intereses, comisiones y gastos de la deuda. A partir de 1995 incluye los recursos de los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca. No incluye los intereses compensados.

C. Marco Jurídico

El marco jurídico que regula el endeudamiento público es amplio y está contenido en diversas leyes y códigos como: la Ley General de Deuda Pública, los presupuestos de egresos de la federación y la Ley del Banco de México, entre otros.

En cuanto a la Ley General de la Deuda Pública, en el Capítulo 1 sobre disposiciones generales, se establece lo siguiente:

“Artículo 1. Se define que la deuda pública, está constituida por las obligaciones de pasivo, directas o contingentes derivadas de financiamientos y a cargo de: I.-El Ejecutivo Federal y sus dependencias; II.-El Departamento del Distrito Federal; III.-Los organismos descentralizados; IV.-Las empresas de participación estatal mayoritaria; V.-Las Instituciones que presten el servicio público de banca y crédito; VI.-Los fideicomisos en los que el fideicomitente sea el Gobierno Federal o alguna de las entidades mencionadas en las fracciones II al V”.

“Artículo 4. Corresponde al Ejecutivo Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público:

I.-Emitir valores y contratar empréstitos para fines de inversión pública productiva, para canje o refinanciamiento de obligaciones del Erario Federal o con propósitos de regulación monetaria.

II.-Elaborar el programa financiero del sector público con base en el cual se manejará la deuda pública, incluyendo la previsión de divisas requeridas para el manejo de la deuda externa.

III.-Autorizar a las entidades paraestatales para gestionar y contratar financiamientos externos, fijando los requisitos que deberán observar en cada eventualidad.

IV.- Cuidar que los recursos procedentes de financiamientos constitutivos de la deuda pública se destinen a la realización de proyectos, actividades y empresas que apoyen los planes de desarrollo económico y social;

V.- Contratar y manejar la deuda pública del Gobierno Federal y otorgar la garantía del mismo para la realización de operaciones crediticias Vigilar que la capacidad de pago de las entidades que contraten financiamientos sea suficiente para cubrir puntualmente los compromisos que contraigan.

VII.-Vigilar que se hagan oportunamente los pagos de capital e intereses de los créditos contratados por las entidades.”

En el Capítulo II, sobre la programación de la deuda pública se establece:

Artículo 9. “El Congreso de la Unión autorizará los montos del endeudamiento directo neto interno y externo que sea necesario para el financiamiento del Gobierno Federal y de las entidades del sector público federal incluidas en la Ley de Ingresos y en el Presupuesto de Egresos de la Federación. El Ejecutivo Federal informará al Congreso de la Unión del estado de la deuda, al rendir la cuenta pública anual y al remitir el proyecto de ingresos, asimismo informará trimestralmente de los movimientos de la misma, dentro de los cuarenta y cinco días siguientes al vencimiento del trimestre respectivo. *No se computarán dentro de dichos montos los movimientos referentes a propósitos de regulación monetaria.*”

Artículo 10. “El Ejecutivo Federal, al someter al Congreso de la Unión las iniciativas correspondientes a la Ley de Ingresos y al Presupuesto de Egresos de la Federación, deberá proponer los montos del endeudamiento neto necesario, tanto interno como externo, para el financiamiento del Presupuesto Federal del ejercicio fiscal correspondiente, proporcionando los elementos de juicio suficientes para fundamentar su propuesta...”

En el caso de la Ley del Banco de México, se establece lo siguiente:

En inciso III y IV del artículo tercero de la Ley del Banco de México se establece que entre las funciones del Banco Central se encuentra el prestar servicios de tesorería al gobierno federal y actuar como agente

financiero del mismo, y fungir como asesor del gobierno federal en materia económica y, particularmente, financiera.

En el inciso II, artículo séptimo de la Ley del Banco de México se establece que una de las funciones de la banca central es otorgar crédito al gobierno federal, a las instituciones de crédito, así como al organismo descentralizado denominado instituto para la protección al ahorro bancario. En los incisos VI y VII del mismo artículo se establece también la capacidad del Banco de México para

“VI. Emitir bonos de regulación monetaria;

VII. Recibir depósitos bancarios de dinero del gobierno federal, de entidades financieras del país y del exterior, de fideicomisos públicos de fomento económico y de los referidos en la fracción XI siguiente, de instituciones para el depósito de valores, así como de entidades de la Administración Pública Federal cuando las leyes así lo dispongan.”

Además de la información contenida en el marco jurídico, podemos encontrar información importante sobre el endeudamiento público en los siguientes documentos: el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo, los Criterios Generales de Política Económica, en los Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, en el Catálogo del Sistema Financiero Mexicano, en la Cuenta de la Hacienda Pública Federal y en el Boletín "Contabilidad Gubernamental".