



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE
MÉXICO**

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

**LA IMPORTANCIA DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DE
CARTERA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES EN
MÉXICO: 1988 - 2006**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO
DE LICENCIADO EN ECONOMÍA**

P R E S E N T A

OSCAR CABRERA CRUZ

ASESOR

DRA. ERICKA JUDITH ARIAS GUZMÁN

AGOSTO 2009



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

AGRADECIMIENTOS

Quiero aprovechar esta oportunidad para reconocer y agradecer a todas las personas su apoyo fundamental durante esta etapa de mi vida, que es la culminación de esta investigación para titularme.

*Agradezco a Dios, su apoyo espiritual, a mi madre, **Josefina Cruz López** por su constante preocupación, sus bendiciones y el apoyo moral que me brindo a lo largo de mis estudios. Este logro es tuyo Madre.*

A mis hermanas, Claudia Elizabeth y Janeth Paloma, por su apoyo a mis sobrinos Saúl Eduardo y Dayana Jaretsky quienes con un abrazo o un beso me dieron aliento para seguir adelante. Gracias.

A mis amigos Jessica Cinthya, Blanca Norberto, Dallely Vázquez, Alejandro Fascinetto, Jaime Moreno, Víctor Figueroa, Rodrigo Ávila, Patricia Villegas, Martín Ortiz, Ismael Moreno, Ana Peña, Ignacio Ortiz, Oscar Rivera, Claudia Moreno, Elián Rangel, Sergio Álvarez, Gerardo Sánchez, Marisol Velázquez, Claudia Duran, Cesar Arrellano, Gerardo Solano, Aline Ortiz y Raúl Batista quienes apoyaron con su ánimo para seguir adelante.

Gracias Jaqueline Gross y Luis Ortiz, por el apoyo que me brindaron y confianza durante todo este tiempo para concluir con mi proyecto de titulación.

*A mis sinodales, **Dra. María Guadalupe Mántey Bastón, Dra. Teresa Santos López González, Lic. Manuel López Olguín** y al **Mtro. Cesar Armando Salazar López**, mi agradecimiento y mencionar las valiosas aportaciones y sugerencias que me dieron, esto no fue posible sin ustedes.*

*Hago una mención especial a mi asesor la **Dra. Ericka Judit Arias Guzmán**, por sus minuciosas observaciones e invaluables sugerencias, paciencia y consejos, por impulsarme con este trabajo y estoy intensamente agradecido por su confianza y amistad.*

*Y por último y no menos importante a mis profesores de licenciatura, a la **Universidad Nacional Autónoma de México** a la **FES ACATLÁN**, ya que gracias a los aportes teóricos que me dieron fue posible la culminación de esta etapa de mi vida, con la elaboración de esta tesis.*

Sobra aclarar, por supuesto, que los errores o incoherencias de este escrito, exclusivamente me pertenecen

¡GRACIAS!

INDICE

Introducción.....	1
CAPÍTULO I. INVERSIÓN, REPRESIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERAS: UN ACERCAMIENTO TEÓRICO.	
1.1.- Escuela Neoclásica.....	5
1.2.- Escuela Keynesiana.....	7
1.3.- El argumento a favor de la liberalización financiera.....	15
1.4.- Escuela Poskeynesiana.....	20
CAPÍTULO II. LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.	
2.1.- El Sistema Bretton Woods.....	25
2.2.- Fondo Monetario Internacional: El Organismo “regulador”.....	32
2.3.- El Nuevo Sistema Monetario Internacional. (1990 – 2006).....	41
CAPÍTULO III. FRAGILIDAD FINANCIERA E INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES: 1988 – 2006.	
3.1.- Desequilibrios macroeconómicos y flujos de capital externos en México.....	48
3.2.- Crisis y ajuste macroeconómico: el mercado internacional de capital y fragilidad financiera 1980 – 1995.....	58
3.3.- El Mercado de Valores e Inversión Extranjera de Cartera en México 1993 – 2006.....	78
CONCLUSIONES.....	86
BIBLIOGRAFÍA.....	94

INTRODUCCIÓN

Desde los últimos años de la década de los setenta, la economía mundial ha presentado cambios en los mercados de dinero y capitales; en México se aplicó una política de ajuste que tuvo como objetivo estabilizar a las variables macroeconómicas; particularmente, la inflación. En efecto, el objetivo fue la modernización, la desregulación financiera y la apertura comercial.

Los ajustes macroeconómicos aplicados estuvieron fundamentados en la depreciación del peso, la contracción del gasto público, el incremento de las tasas impositivas y el aumento en los precios de los bienes y servicios públicos. Todo ello, permitió reducir el déficit de la balanza comercial mediante la profunda caída de la demanda interna. No obstante, este proceso de ajuste estuvo acompañado por un acelerado crecimiento de la deuda interna pública, ya que el gobierno tuvo que utilizar las operaciones de mercado abierto para financiar su gasto y contener las presiones inflacionarias.

Dicha estrategia macroeconómica estimuló la generación de altas ganancias especulativas, que fomentaron la salida de recursos del sistema bancario, para que fueran colocados en el mercado bursátil; particularmente los valores de renta fija de corto plazo (CETES, Petrobonos, etc) que generaron altos rendimientos. En este sentido, el escenario competitivo fue desfavorable para el sector bancario, y se incrementó la deuda interna del sector público para financiar el déficit.

Esto dio lugar a una estructura financiera frágil que generó problemas de liquidez y presión sobre las finanzas públicas, y que trajo como consecuencia el crash del mercado bursátil de 1987 que obligó a modificar la política económica que se aplicaba. Con estas medidas aplicadas para el cambio en la política económica, se inicia el proceso de reestructuración de la economía mexicana que se apoyó en la desregulación económica.

La política económica aplicada en el sexenio de Salinas de Gortari se sustentó en la liberalización financiera a través de la desregulación y reprivatización de la banca comercial, así como en la autonomía del Banco de México. Asimismo, se aceleró el proceso de apertura comercial y privatización de las empresas estatales y paraestatales, que junto con la política fiscal y monetaria restrictivas, controlarían las presiones inflacionarias.

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

Por todo esto, el objetivo general de la presente investigación es analizar la evolución del sector financiero mexicano, en el contexto de la desregulación financiera que se inició en la década de los años ochenta. En particular, se analizarán las contradicciones que este proceso generó y que trajo como consecuencia la crisis de 1995. Es así como se afirma que el dinamismo que presentó este sector, fue consecuencia principalmente de las operaciones de corto plazo ligados al creciente flujo de capital externo.

En tanto que la hipótesis central es que con el proceso de liberalización y desregulación financieras, se llevó a cabo un proceso de innovación en los activos financieros, los cuales han sido muy atractivos para los inversionistas extranjeros, y han incrementado de manera significativa el volumen de la inversión extranjera indirecta en el mercado de valores por la rentabilidad éstos; sin embargo, este tipo de inversión no se traduce en mejoras en la actividad económica, puesto que su destino final no es la producción, ya que los rendimientos de éstas no se canalizan a la actividad económica, provocando fragilidad en el sistema financiero, particularmente en el mercado de valores y con ello la desarticulación del sector productivo y el sector financiero. El desarrollo de la tesis esta soportado básicamente en el análisis documental y estudio de campo, el cual se divide en la siguiente estructura:

En el capítulo I “La inversión, represión y desregulación financieras: un acercamiento teórico”, se analiza el debate que existe entre las principales escuelas respecto a la inversión, sustentando que el ahorro es ex - post, tal como lo argumenta la escuela keynesiana y poskeynesiana.

En el capítulo II “Liberalización y desregulación de los mercados financieros internacionales”, se analiza el proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero internacional, los acuerdos de Bretton Woods, su rompimiento y la función de las instituciones financieras internacionales en el Nuevo Sistema Monetario Internacional.

En el capítulo III, “Fragilidad financiera e inversión extranjera de cartera en la Bolsa Mexicana de Valores 1988-2006”, se analiza el comportamiento del mercado bursátil y el impacto que tiene en el financiamiento del crecimiento económico, también demostrar que pese a que la Bolsa de Valores en México ha presentado un mayor dinamismo, no se han podido canalizar los recursos suficientes al sector real de la economía. En este sentido, la desregulación financiera no condujo a una ampliación de las operaciones del

mercado de capitales, lo que impidió que dicho sector cumpliera con su función de fondeo de la inversión productiva de largo plazo, debido a que el sector bursátil estuvo dominado por la colocación de valores públicos que no tuvieron como propósito financiar el gasto público, sino mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que asegurarán la estabilidad en el tipo de cambio y en el nivel de precios. Es por esto, que se argumenta que la hipótesis de McKinnon y Shaw (1973) donde afirman que la desregulación y liberalización financieras conducen a una mayor eficiencia del mismo, no se cumple en el caso de México, ya que generó una estructura frágil y volátil.

CAPÍTULO I

INVERSIÓN, REPRESIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERAS: UN ACERCAMIENTO TEÓRICO.

1.1. Escuela Neoclásica.

Para el enfoque neoclásico, el consumo y el ahorro están determinados no sólo por el ingreso, sino por el ingreso futuro, de ahí se desprende la función de ahorro. La hipótesis del ciclo de vida de Modigliani¹ afirma que los individuos son planificadores del consumo y ahorro, con la intención de asignar su consumo de una manera satisfactoria a lo largo de su vida.²

En este enfoque la inversión supone que la tasa marginal de retorno es igual a la tasa de interés, el supuesto implícito de esta afirmación, es que existe certidumbre en el futuro; por lo tanto, la tasa de interés es una tasa que no incluye el riesgo, no obstante, se considera por un lado, que las decisiones de inversión se da en condiciones de certidumbre al riesgo, lo cual soluciona con un mercado de capitales perfectamente competitivo; y por el otro, se aceptan las imperfecciones de mercado que podrían conducir a decisiones no óptimas; ante esta postura, se argumenta que las imperfecciones del mercado desaparecen en el largo plazo.

Por otra parte, el nivel del producto determina el nivel de empleo que a su vez, está determinado por el mercado de capitales, es decir, es la tasa que iguala la demanda de inversión con la oferta de ahorro.

En esta teoría, la función de la inversión tiene su fundamento en factores financieros, en las personas físicas que a su vez, son inversores de portafolios y poseen activos

¹ Modigliani así como Duesenberry, comprobaron que la propensión a consumir puede estar muy influenciada por la emulación social que los economistas denominan *efecto demostración*; las personas se influncian mutuamente en sus hábitos de gasto personal con su gran propensión a demostrar el nivel de su ingreso y su posición social, básicamente a través de sus niveles de consumo.

² Dornbusch Rudiger, *Macroeconomía*. 2ª edición, McGraw Hill, 1983. Pág. 150.

financieros, mientras que los agentes corporativos intervienen sólo en activos del sector real de la economía, es decir, las corporaciones tienen como objetivo la maximización de su valor actual de mercado, basado en éstas las decisiones de inversión.

Para este objeto, es importante conocer las premisas de esta teoría;

- i)** El consumidor tiene como objetivo maximizar su utilidad o satisfacción;

- ii)** Existe un equilibrio para el consumidor; y

- iii)** Para maximizar su utilidad, el consumidor se enfrenta a cantidades de bienes que son diferentes o diferenciables entre sí, es decir, para producir y alcanzar su máxima ganancia, la forma empleada son los factores de producción (tierra, trabajo y capital) que son cuantificables y diferenciables entre sí y la utilidad marginal que cada bien rinde al consumidor y que decrece a medida que aumenta su consumo.

El ahorro es la parte del ingreso no consumida por la comunidad en la satisfacción de sus necesidades inmediatas; fundamentalmente, es el exceso del ingreso global en relación con el consumo agregado de la colectividad. La inversión puede definirse como el incremento de capital real de la sociedad, así el ahorro resulta de un abstención del consumo inmediato en relación con el ingreso generado en el periodo. Por su parte, Marshall hace hincapié en el uso del dinero y piensa que la razón esencial por la que la gente demanda efectivo, es por que hay una preferencia por la liquidez.

1.2. Escuela keynesiana.

Keynes considera al ingreso, al consumo, al ahorro y la inversión como sus principales instrumentos de análisis, sustituyendo la teoría clásica³ de la oferta - demanda – precio.⁴ Asimismo demostró, que existía la posibilidad de un desempleo involuntario permanente e interpreta el desempleo cíclico y estructural como formas de desempleo de carácter involuntario,⁵ en contraste al enfoque ortodoxo.

El elemento analítico de Keynes se compone de cuatro principios que son:

- **Función de Consumo;** La función consumo y por consiguiente el gasto en bienes y servicios es definida por Keynes como las características psicológicas de la naturaleza humana que los hombres están dispuestos por regla general y en promedio, a aumentar su consumo a medida que su ingreso crece.⁶ Se establece la función X entre Ys a un nivel de Y dado, medida en unidades de salario y Cs el gasto en consumo, se toma a dicho nivel de Y , de manera que $Cs = X * Ys$, para que la propensión al consumo se encuentre con base en la relación entre el consumo y el ingreso. Keynes argumenta que la propensión marginal a consumir es la relación existente entre el crecimiento del ingreso y el crecimiento correlativo del consumo, midiendo ambas cantidades en unidades de salario y que satisface su fórmula, DCs / DYs . Con base en el concepto de Keynes, fórmula una ley fundamental, que señala que los hombres están dispuestos a consumir; por regla general y que aumentan su consumo a medida que su ingreso crece, aunque no en la misma proporción; por lo tanto, la propensión marginal a consumir DCs / DYs es siempre menor a la unidad y positiva, esta

³ Cabe aclarar que para Keynes los clásicos son los que conocemos como neoclásicos.

⁴ Paschoal Rossetti, José, *Introducción a la Economía Enfoque Latinoamericano*, 1ª edición, 1983. Pág. 460.

⁵ Para Keynes el desempleo involuntario es aquel que no se debe a la negativa de los obreros a trabajar en determinadas condiciones, sino al mecanismo mismo de la economía de nuestro tiempo. Además considera que el desempleo tiene su origen en la insuficiencia crónica de la demanda efectiva; que es la que limita a las inversiones y por lo tanto el nivel de ocupación.

⁶ Maynard Keynes, John. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 8ª Edición, FCE. , 1984, Pág.93.

diferencia tiende a disminuir cuando el ingreso aumenta. Así pues, podemos afirmar que la propensión al consumo; es la función racional entre el consumo y la renta considerada en forma marginal y tiene su contra parte en la propensión al ahorro, siendo la suma de ambas propensiones igual a la renta o unidad.

- **El multiplicador de la inversión:** El multiplicador está inversamente relacionado con el ahorro y definido como el inverso de la propensión marginal al ahorro, el cual indica que una variación de la inversión origina una variación múltiple del gasto de consumo y por lo tanto, de la renta. Para que una propensión al consumo esté determinada, el multiplicador calcula las variaciones de la renta producida para las variaciones de la inversión, expresa cuánto crece el ingreso en relación con una nueva inversión cuando ésta no produce⁷.
- **La relación entre ahorro e inversión;** esta relación fue considerada en la teoría general y describe como iguales por definición al ahorro y la inversión,⁸ al ser considerados como la diferencia existente entre la renta y el consumo durante el mismo período, en este sentido, prefieren una reformulación diferente en el que se distingue entre el ahorro ex-ante o planeado y el ahorro ex post o realizado. En esta interpretación, el ahorro ex-ante es considerado como la diferencia entre el consumo de un período y la renta del período presente. Asimismo, hace hincapié en el motivo especulación, en la conservación de efectivo, califica la demanda de efectivo como una función de la tasa de interés (precios de los bonos) y al mostrar la relación entre la tasa de interés y la curva de demanda de inversión, integró la teoría monetaria con la teoría del ingreso y la producción.⁹

⁷El multiplicador "normal" es válido continuamente. Esto no significa sin embargo, que el multiplicador necesariamente sea constante. La proporción deseada de consumo a ingreso puede estar cambiando gradualmente, en medida en que cambia el ingreso. Si esto es así, el multiplicador normal estará cambiando gradualmente también. El consumo deseado es siempre igual al consumo real.

⁸ Las decisiones de consumir y las decisiones de invertir, determina conjuntamente los ingresos, el ahorro y la inversión, aunque son siempre iguales, no siempre están en equilibrio.

⁹ Paschoal Rossetti, José, *Introducción a la Economía Enfoque Latinoamericano* 7ª edición, Harla 1985, Pág. 458 – 478.

- **Incentivo a invertir;** refleja las variaciones de la eficiencia marginal del capital o tasa de rendimiento esperada las diferentes sumas de inversión y el tipo de interés. Este análisis da un lugar prominente al papel representado por las expectativas y subraya el carácter volátil de las inversiones, cuyas fluctuaciones afectan a su vez, a la renta en cuanto a la eficiencia marginal del capital, se considera que cuánto sea mayor será la motivación a la inversión por parte de los empresarios y viceversa.

En el tratado sobre el dinero es su primer intento de análisis de la relación ahorro e inversión,¹⁰ en el cual para desarrollar la teoría de los precios y tomando en cuenta el tipo de interés, toma como punto de partida, no la cantidad de dinero, sino el movimiento de las rentas monetarias, ganadas por la producción de bienes de consumo y de capital y gastados en el consumo y la inversión, las aportaciones del tratado son;

- 1) El análisis de los motivos para retener el dinero;
- 2) La preferencia relativa del público para mantener su dinero en forma líquida; y
- 3) Los beneficios anticipados del nuevo capital.

Para Keynes el ahorro depende del consumo y está representado por la fórmula:

$$S = Y - C$$

Donde:

S = Ahorro.

Y = Ingreso

C = Consumo

El razonamiento que sigue Keynes es que el ingreso percibido tiene por finalidad otorgar una serie de satisfacciones; un aumento en el nivel de ingreso, tendría que aumentar la propensión al consumo pero no siempre se tiene el mismo nivel de satisfacción, por lo que

¹⁰ La inversión puede definirse como el incremento al capital real de la sociedad; como el ahorro, ella resulta de una abstención del consumo inmediato en relación con el ingreso generado en el período.

estos recursos se destinan al ahorro. Si los clásicos definen el interés como el precio al ahorro, Keynes lo define como el precio pagado por renunciar a la liquidez.

Keynes se adhiere a la teoría de preferencia por la liquidez para interpretar la tasa de interés,¹¹ la teoría monetaria que explica el fenómeno de la función del dinero. Desde este enfoque, el tipo de interés está relacionado funcionalmente con la cantidad de dinero en efectivo que el público desea retener, disminuyendo los tipos de interés conforme suben los supuestos en efectivo.

La visión keynesiana argumenta que uno de los principales problemas que afectan el crecimiento o el incremento del financiamiento del desarrollo, es la falta de mecanismos apropiados de financiamiento y fondeo de la inversión, que de alguna manera tiene que ver con los errores políticos estatales, tanto monetarios como fiscales.

El análisis comienza tomando en cuenta, que la renta es una fuente de financiamiento, pero sólo a nivel medio y agregado; y se considera una fuente de financiamiento ya que se supone que habitualmente existe un remanente de dinero. Sin embargo, resulta aún más importante dentro del análisis del financiamiento de la inversión, tener en cuenta la importancia que tiene la tasa de interés dentro de este proceso. En primer lugar, la tasa de interés no es una sola fuente de financiamiento, más bien, representa un elemento determinante de las condiciones bajo las cuales se pueden tomar decisiones para la inversión, esto se debe a que el interés puede influir en el destino del ahorro, es decir, que el interés puede influir para que el ahorro sea destinado o no a la inversión de proyectos nuevos, o se dirija a una nueva inversión financiera o especulativa.

Ahora bien, la tasa del interés se puede definir como un rendimiento, que se obtiene por prestar dinero, durante un período determinado; o como el precio de tener dinero en el presente, en vez de en el futuro, el precio de poseer liquidez.

¹¹ Para Keynes la tasa de interés depende de la disposición psicológica de los individuos; esta posición no es más que la preferencia por la liquidez, la cual refleja los diversos motivos para retener dinero en efectivo; el motivo de transacción, el motivo de precaución, el motivo de especulación, siendo este último de mayor relevancia.

Con base en esto, se puede afirmar que desde el punto de vista del prestamista, el interés es un incentivo, para separarse del dinero en efectivo y a la vez mantener un instrumento de deuda; en tanto que para el prestatario, el interés se considera como el costo de adelantar un gasto, gana liquidez ahora a expensas de comprometerse a perderla en el futuro.

Por lo tanto, tomando en cuenta las limitantes de la renta, podemos ver que la inversión es sensible a la tasa de interés, debido a que la renta del período no la financia o implica la venta de algunos activos financieros previamente acumulados o buscar el dinero fuera de la empresa. En este sentido, se puede afirmar que el interés se relaciona estrechamente con el ahorro el cual representa la renta no consumida y la inversión.

La demanda de los bienes de consumo, depende de la disponibilidad del ingreso, es decir, el consumo agregado es una función del ingreso disponible; a medida que éste se eleva, el consumo también tiende a elevarse; si éste se reduce, el nivel de consumo también se reducirá.

El nivel de consumo C depende directamente del nivel de ingreso Y , por lo tanto existe una relación funcional de dependencia entre las variables C y Y , expresada por la función de consumo:

$$C = f(Y)$$

Donde:

C = Consumo

Y = Ingreso

Cuando el consumo supera el ingreso disponible, la propensión media a consumir es mayor que la unidad y el ahorro líquido se vuelve negativo. Cuando el ingreso disponible es igual al consumo, la propensión media a consumir es igual a la unidad, haciéndose nulo el ahorro. Cuando el ingreso disponible es superior al consumo y la propensión media a consumir es inferior a la unidad, el ahorro es positivo.

La propensión media a consumir, refleja la ley de Engels, donde las partes reservadas a los gastos de consumo crecen en valor absoluto a medida que aumenta el monto de ingreso disponible, pero su porcentaje en relación con éste último decrece constantemente. Por otra parte, la P_{MgC} , (propensión marginal a consumir) mide la relación entre el ingreso marginal y el consumo marginal, es decir, es la medida de las variaciones que suceden en el nivel de consumo, en respuesta a las variaciones que se observan en el nivel del ingreso.

Los factores objetivos determinantes de las propensiones a consumir y ahorrar, así como la estructura de la distribución individual del ingreso, parecen ser unos de los más importantes. Dillard (1964) afirma que, todos los estudios del ahorro muestran que una gran proporción del ahorro agregado, es realizado por un número relativo reducido de receptores de altos ingresos y sólo una pequeña parte del ahorro corresponde a la gran masa de quienes obtienen bajos ingresos. Si el ingreso agregado estuviera distribuido más equitativamente, el ahorro agregado de un volumen dado de ingreso de cualquier comunidad tendería a ser menor, así la ampliación de la desigualdad en el ingreso y la riqueza tiende a reducir la propensión a consumir.

La inversión es estructuralmente igual al ahorro, ya que cualquiera de ellos es igual al excedente del ingreso sobre el consumo. Para Keynes, la inversión es el comportamiento colectivo de los empresarios y del gobierno y el ahorro es el comportamiento colectivo de los consumidores individuales.

La inversión resulta de la parte de la producción corriente no consumida y teniendo en cuenta que esta parte puede destinarse al ahorro agregado, el esfuerzo de la acumulación representa un aspecto diferente del esfuerzo de ahorro.¹²

No existe ningún mecanismo que pueda garantizar que el monto del ahorro realizado se iguale automáticamente y de manera continua al valor de las inversiones realizadas. Los

¹² Paschoal Rossetti, José, *Introducción a la Economía Enfoque Latinoamericano*, 7ª edición, Harla 1985, Pág. 475.

economistas clásicos creían que las fluctuaciones de la tasa de interés garantizaban el ajuste automático entre esos dos elementos; no obstante, mientras que el ahorro muestra significativamente estabilidad, la inversión se caracteriza por su inestabilidad y serias fluctuaciones, en la mayoría de los casos imprevisibles e inevitables.

El sector público sólo realiza nuevas inversiones si existen nuevas expectativas de ganancia. La tasa de ganancia esperada para la nueva inversión es la base de las decisiones empresariales. Cuando esta tasa a la cual Keynes nombró como *eficiencia marginal del capital*, está en un nivel superior a la tasa de interés, la nueva inversión prevista, rendirá mucho más si se le aplica dicha tasa de interés, sin embargo, si la esperanza de rentabilidad del proyecto supera la tasa de interés, sea cual sea el nivel en que se encuentren, el proyecto se desarrolla y se realiza una nueva inversión.

La expectativa de ganancia, la reserva de capital existente y su ociosidad, también pueden ser considerados como un factor determinante del nivel de la inversión, así como la existencia de bienes de uso durable en poder de los consumidores, pueden condicionar la relación entre el ingreso y el consumo, también el inventario de bienes de capital puede determinar un mayor o menor nivel de inversión.

El nivel de la inversión también puede ser influenciado por los factores de naturaleza exógena, el clima político de la nación y la estabilidad de las instituciones vigentes pueden estimular o desalentar la inversión del sector privado, ejerciendo una gran influencia sobre las inversiones realizadas por extranjeros. Las agitaciones políticas, la intranquilidad social y las crisis internas siempre crean expectativas.

Los factores de carácter endógeno pueden influir en la inversión, ya que resulta viable por la eficiencia marginal del capital a la tasa de interés, que está determinada por el monto de la misma, a través de los recursos propios o mediante el endeudamiento; ahora bien, el endeudamiento como instrumento para ampliar la cantidad de recursos destinados a la

inversión, tiene consecuencias importantes en el desempeño del quehacer económico, dado que ello, aumenta la inestabilidad.

Para Keynes la función consumo es importante en la determinación del ingreso, además argumenta que el nivel de consumo es una función estable del ingreso disponible. El gasto en la inversión es un componente de los gastos autónomos que él consideraba como inestabilidad del ingreso. El nivel de ingreso del equilibrio está dado por:

$$Y = C + I + G$$

Donde;

- Y = Ingreso de equilibrio
- C = Consumo
- I = Inversión
- G = Gasto público

Y ésta es la teoría de la demanda de bienes y servicios o la cruz keynesiana; en donde el ingreso es igual al gasto planeado, es decir, dado que la tasa de interés es el costo de endeudamiento para financiar un proyecto de inversión, un aumento en la tasa de interés reduce la inversión planeada y la inversión en la gráfica 1 donde se observa como varía el ingreso, cuando aumenta la tasa de interés, dado que la inversión está inversamente relacionada con la tasa de interés¹³.

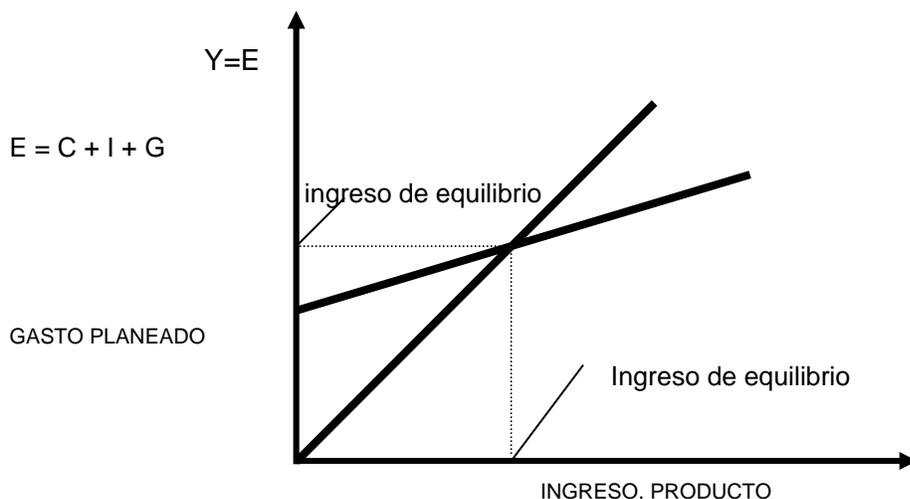
En la teoría de la inversión¹⁴, Keynes vincula el ritmo fluctuante de ésta, que es el concepto de volumen de producción con variables que determinan el mercado financiero y la atención de los mercados financieros se enfoca hacia la tasa de interés¹⁵ (ver gráfica 1).

¹³ Mankiw, Gregory, *Macroeconomía*, 1ª edición Macchi 1992, Págs. 298- 309.

¹⁴ Keynes considera que la inversión es la fuerza activa y motriz que provoca las fluctuaciones; la oferta agregada depende de la propensión a atesorar, de la política de autoridad monetaria en la medida en que afectan el volumen de dinero, del estado de confianza respecto al rendimiento esperado de los bienes de capital, de la propensión a gastar y de los factores sociales que influyen en el nivel del salario monetario.

¹⁵ La tasa de interés siempre se refiere a contratos financieros como bonos hipotecas, deudas bancarias depósitos etc., el efectivo corriente es el monto de préstamos y el efectivo diferido es el conjunto de pagos de intereses.

**GRÁFICA 1
INGRESO Y GASTO**



Fórmula:

$$E = C + I + G$$

E = Equilibrio

C = Consumo

I = Inversión

G = Gasto Público

Fuente: Gregory Mankiw, *Macroeconomía 1*, Editorial Macchi, 1992 Pág. 300.

1.3. El argumento a favor de la liberalización financiera.

Los principales argumentos teóricos del análisis de la represión financiera son hechos por Mckinnon (1973) y Shaw (1973). Otras contribuciones son de Alexander Gerschenkron (1962 y 1969) del papel de los bancos en el desarrollo económico alemán; Stiglitz y Weiss (1981) del racionamiento del crédito, derivado de la teoría del mercado de trabajo.¹⁶

Por una parte, Mckinnon y Shaw analizaron el desarrollo de una economía financieramente reprimida, el argumento central es que la represión financiera de los precios financieros, reduce la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero en relación con las magnitudes no financieras. La restricción financiera favorece a las instituciones y instrumentos financieros de los que el gobierno puede extraer una sustancial recaudación

¹⁶ Arias Guzmán Ericka Judith. *Desregulación Financiera e Inversión en México: 1982-2002*: Tesis de Maestría. FES –ACATLÁN. 2005 México.

por medio del encaje legal, impuestos por transacciones, topes a la tasa de interés, controles cambiarios, etc.¹⁷

Una restricción financiera eficiente hace que la velocidad de circulación del ingreso sea baja y descendente, esto permite financiar un mayor déficit público, con una tasa de inflación y nivel de tasa de interés nominal determinada. Las políticas crediticias selectivas o sectoriales son componentes comunes de la restricción financiera; las técnicas utilizadas para reducir los costos de financiamiento de los déficit públicos pueden usarse también para estimular la inversión privada en las actividades que el gobierno consideras prioritarias.

En la mayoría de las economías sujetas a represión financiera se imponen topes máximos a las tasas de interés no sólo de depósito si no también de préstamo, además hay pocos sistemas bancarios competitivos en los países en desarrollo. Las barreras máximas de las tasas de préstamo desalientan la asunción de riesgos por parte de las instituciones financieras, no se pueden cobrar primas de riesgo cuando los topes máximos son obligatorios y efectivos.

Por otra parte, no argumentaron que la inhabilitación de los controles de la tasas de interés y permitir la libre entrada al sistema bancario pueden resultar insuficiente para maximizar la eficiencia de la inversión. Si los bancos se ven perjudicados por el problema de selección pueden mantener las tasas de préstamos por debajo de la tasa a la que podrían presentarse todos los fondos con el fin de reducir la probabilidad de otorgar préstamos potencialmente incobrables.¹⁸

¹⁷ Ibid., Pág. 27.

¹⁸ Ibid., Pág.28.

Asimismo, Mckinnon analizó el modo en que la tasa de interés real para depósitos afecta el ahorro, la inversión y el crecimiento; se basa implícitamente en un modelo de dinero externo que se fundamenta en dos supuestos:

1. Todas las unidades económicas están atendidas al autofinanciamiento; y
2. El concepto de indivisibilidad es de suma importancia en materia de inversión.

Sin embargo, Shaw sostiene, que la intermediación financiera entre ahorradores e inversionistas, resultante de la liberalización financiera y del desarrollo financiero, aumenta los incentivos para ahorrar e invertir y eleva la eficiencia promedio de la inversión.

El enfoque de la intermediación de la deuda está fuertemente arraigado al modelo del dinero interno: $(M/P) = f(Y, v, d, \pi)$, donde v es un vector de los costos de oportunidad, en términos reales de mantener dinero.

En resumen, el modelo de Mckinnon debe interpretarse como un modelo de dinero interno, en el que hay restricciones e indivisibilidades de préstamo. Mckinnon afirmó que todas las unidades económicas están atendidas al autofinanciamiento, sin que sea preciso distinguir entre ahorradores e inversionistas.¹⁹

Kapur y Mathieson desarrollaron modelos de economías abiertas para países financieramente reprimidos. El tipo de cambio se convierte en un instrumento adicional de política, en ese modelo se permite que el tipo de cambio se desvíe de la paridad del poder adquisitivo. Kapur añade a su modelo de economía cerrada, una función de producción para el capital trabajo, que está compuesta por los insumos internos de capital de trabajo y los insumos importados, que se combinan en su relación minimizadora de costos, donde incluye: el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real. El modelo de economía abierta de Kapur incluye tres variables programadas;

¹⁹ Levy O., Noemí, *Cambios institucionales en el sector financiero y sus efectos sobre el fondo de la inversión México 1960 –1994*. Ideas generales, en Investigación Económica Vol. LIX, Núm. 229 Julio – septiembre; Facultad de Economía UNAM; 2001, México.

1. Tipo de cambio real
2. Velocidad
3. Inflación

Y tres instrumentos de política para lograr sus valores programados (tasa de interés de depósitos, tasa crecimiento monetario y la tasa de crecimiento de la tasa de interés real).

Los objetivos del gobierno son crear un saldo comercial no negativo, bajar la inflación y elevar la tasa de crecimiento económico. El proceso de transición para minimizar la función de pérdidas implica variaciones discretas y continuas de la tasa de interés de depósitos, la tasa crecimiento monetario y la tasa de crecimiento de la tasa de interés real.²⁰

Además Kapur analiza que no es óptimo devaluar inicialmente el tipo de cambio nominal en toda la medida requerida por la balanza comercial en la nueva situación estable, ya que esa clase de devaluaciones podría producir un exceso de flujos de capital a corto plazo. Por una parte, una elevada tasa de depreciación durante el período de transición reduce el crecimiento, por otra parte, un alto valor de la tasa de crecimiento de tipo de cambio real permite un elevado valor de la tasa de depósito puesto que el tipo de cambio real parte de un valor muy inferior a su valor programado y la tasa del rendimiento del capital trabajo está inversamente relacionada con la tasa de interés real.

En el modelo Kapur, la demanda de préstamos es infinitamente elástica a la tasa nominal de préstamos. En consecuencia, el efecto inflacionario que se percibe por conducto de las reservas bancarias recae directamente en los depósitos. En el modelo Mathienson, la demanda de préstamos no es infinitamente elástica; Un valor más alto de la diferencia entre la tasa de préstamos menos la inflación, reduce la acumulación de capital y por lo tanto, el crecimiento económico.²¹

²⁰ Fry M. J. *Dinero y Capital en el desarrollo económico* Cap. II. Ed. CEMLA- FELABAN, México, 1990. Pág. 21.

²¹ Arias Guzmán Ericka Judith. *Desregulación Financiera e Inversión en México, 1988-2002*. Tesis de Maestría. FES –ACATLÁN. 2005 México, Pág. 32.

Los mercados financieros del mundo estuvieron inmersos en una competencia en el marco de la desregulación y la liberalización financieras, sin que éstas se reflejaran en una mayor eficiencia en el financiamiento de la actividad productiva y en la promoción de mayores tasas de crecimiento económico. Los mercados financieros liberados han sido inestables y su fragilidad financiera se ha convertido en crisis financieras y bancarias recurrentes en más de 130 países. El paso de mercados reprimidos a mercados liberalizados no han conducido ni al incremento del ahorro, la inversión y el crecimiento, ni al descenso de las tasas de interés reales en las mayores economías. La insuficiencia del crecimiento económico en los años ochenta y noventa, para el caso de las economías más importantes, junto con la creciente fragilidad financiera, han conducido a mayores esfuerzos en materia de innovación financiera con el objetivo de fortalecer la cobertura contra los riesgos y la rentabilidad de los activos financieros.²²

Mathieson demuestra que se puede emprender la estabilización de precios mediante un aumento inicial discreto de la tasa de depósitos y la tasa de interés nominal para préstamos, una sobre devaluación del tipo de cambio nominal y una baja de la tasa de crecimiento del efectivo interno. El efecto inmediato es una brusca súbita del crecimiento, como resultado de la liberalización financiera. Después de estas variaciones discretas, la economía puede aproximarse a su situación estable por medio de una apreciación gradual del tipo de cambio, una reducción gradual de la tasa de depósitos y la tasa de interés nominal para préstamos y un incremento paulatino de efectivo interno a una tasa inferior a la tasa de crecimiento monetario. Como resultado, el crecimiento puede declinar gradualmente durante el período de transición hacia su valor de situación estable. La tasa de inflación se aminorará y la balanza de pagos volverá al equilibrio después de producirse, durante el período de transición los flujos de capital generados por el adecuado control de efectivo interno.²³

²² Ibid., Pág.32.

²³ Ibid., Pág. 31.

1.4. Escuela Poskeynesiana.

El primer gran impulso del enfoque poskeynesiano dado a este análisis fueron; Joan Robinson, Sidney Weintraub, Harrod, Minsky y Leijonhufvud. El rasgo central del pensamiento poskeynesiano es el rechazo de la idea de que el sistema de equilibrio general walrasiano es de alguna utilidad para la comprensión de las economías del mundo real.²⁴ La tesis central de los planteamientos poskeynesianos parte de la visión crítica sobre la teoría del capital, la teoría de la inversión y la demanda efectiva.²⁵

Los poskeynesinos enfatizan la incertidumbre y el riesgo, y tratan con las expectativas de quienes toman decisiones económicas en un mundo donde esté lo que Shackle llama “experimentos cruciales”, es decir, en un mundo donde no hay un estado de control estadístico y donde las leyes matemáticas de la probabilidad no se aplican. Los poskeynesianos al igual que Keynes afirman que el conocimiento del futuro es fluctuante, vago o incierto, aclarando que cuando hace referencia al saber incierto no trataba de obtener lo que es seguro a lo que es solamente probable.²⁶

Por otra parte, describen un sistema en el cual existen instituciones crediticias y monetarias que desempeñan un papel fundamental. Para estos economistas, las instituciones económicas son influyentes y prominentes para determinar el nivel de precios monetarios. Estas instituciones incluyen los sistemas monetarios y bancarios, los mercados de bienes, los factores de producción y activos financieros considerados en el tiempo, los contratos monetarios que permiten que las partes del contrato compartan entre sí la carga de la incertidumbre cuando destinan recursos para producir un flujo de bienes

²⁴ Guillén Romo, Héctor. *El sexenio del crecimiento cero. México 1982-1988*. Ediciones Era. México. Págs. 15-28.

²⁵ Mántey de Anguiano, Guadalupe. “Dos hipótesis poskeynesinas fundamentales para la economía mexicana: ahorro e inflación” *Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados*, Ediciones UNAM, México, Pág. 261.

²⁶ En el mundo poskeynesiano, el tiempo es una variable asimétrica y la economía se mueve irreversiblemente y unidimensionalmente a través del tiempo. El pasado puede ser conocido pero el futuro es desconocido. Sin embargo las decisiones tomadas en el presente requerirán acciones que no serán contempladas hasta la fecha futura. En el mundo como es descrito, las decisiones económicas tomadas forman parte de las decisiones y acciones secuenciales, marcadas no solo por las expectativas en el futuro desconocido, sino también por los stocks heredados del pasado.

que serán entregados en alguna fecha futura; factor institucional que pueden afectar de manera importante en el grado de monopolio, particularmente en las negociaciones sindicales entre patrones, trabajadores. En particular, Kalecki consideró que la actividad sindical constituía un factor moderador del grado de monopolio debido a que las demandas salariales, tienden a vincularse con los beneficios obtenidos por la empresa.²⁷

Cabe mencionar que los poskeynesianos insisten en que las grandes empresas oligopólicas disponen de poder, para fijar los márgenes de ganancias por encima de los costos normales de producción, que les permiten financiar internamente la mayor parte de los gastos deseados de inversión. En esta perspectiva, la dinámica de los precios está estrechamente vinculada con las necesidades de inversión de las empresas.

La teoría poskeynesiana se distingue por su enfoque hacia la forma institucional específica en el sector financiero en un lugar y tiempo dados, y los tipos de enlace con que el sistema financiero se vincula con la producción y la distribución y el consumo.

Davidson y Minsky (1994), centraron su análisis en la validación de la tesis de Keynes respecto a la incapacidad del sistema económico para encaminarse por sí solo hacia al pleno empleo, tanto en la fase depresiva del ciclo como en todo el momento para la economía monetaria; donde la información imperfecta es lo único con la que cuentan los agentes económicos. Básicamente, el análisis de estos poskeynesinos se sustentan en tres razones, que a la vez son consideradas por Keynes, las más importantes para llegar al equilibrio con subempleo;

- i. Que se llevan acabo algunas transacciones a precios distintos de los precios de equilibrio;²⁸
- ii. Que las expectativas sean inelásticas; y
- iii. Baja liquidez de los activos de capital.

²⁷ Cuevas, Homero, *Teoría Económica del mercado*, 2 edición, editorial Universidad externado de Colombia, Pág.430.

²⁸ En este punto hace notar, que el desempleo en el modelo keynesiano no aparece porque los salarios monetarios sean rígidos, ni porque haya condiciones monopólicas en los mercados. porque al no haber un arbitraje con información perfecta, se realizan transacciones a precios falsos y la contracción de la demanda global.

La esencia de los planteamientos poskeynesianos parte de la visión sobre la teoría de capital, la teoría de la inversión y la demanda efectiva. Su construcción, como una crítica de la teoría ortodoxa, enfatiza de manera general que se articula desde las siguientes proposiciones²⁹:

1) La demanda efectiva es decisiva en la determinación del ingreso realizado y el nivel de ocupación. En ello las decisiones de gasto que no se corrigen, consumo e inversión son determinantes.

2) Los agentes actúan desde posiciones en desequilibrio en mercados en los que no priva la competencia perfecta. Sin embargo, no es necesario suponer competencia imperfecta para obtener ninguno de los resultados keynesianos y mucho menos tales resultados serían atribuibles a presuntas rigidez de los precios.

3) La economía se puede analizar a través de una teoría monetaria de la producción y del crédito, por lo que la relación entre la esfera de lo real y lo monetario, no se puede analizar a través de la teoría cuantitativa del dinero sino a través de una teoría monetaria de la producción y de los precios. El círculo del ingreso y el gasto público también se puede aproximar a una teoría del crédito. La cantidad de medios de pago en la economía es endógena, por tanto, el equilibrio es esencial en la determinación del nivel de la actividad económica.

4) La realización del ciclo de crédito es esencial para la continuidad del ciclo económico, ello descansa en la posibilidad de que las empresas puedan cumplir con la liquidación de sus deudas. Cuanto más alta la tasa de interés activa real, mayor es la posibilidad de que no puedan cumplir con sus obligaciones.

²⁹ Mántey de Anguiano Guadalupe, " Dos hipótesis keynesianas fundamentales para la economía para la economía mexicana; ahorro e inversión financiado de desarrollo de mercados de dinero y capital globalizados" *Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados*, Ediciones UNAM, México, Pág. 261

5) No se equilibra el mercado de trabajo ya que su precio, el salario, no se forma por las fuerzas de la oferta y de la demanda. Esto significa que el nivel de empleo está determinado por el nivel de actividad económica.

Estos cinco principios establecen que el punto inicial de la construcción de una teoría macroeconómica completa, es la decisión de la inversión en una economía de producción monetaria y con crédito.

La decisión de la inversión también se encuentra como un elemento fundamental en la formación de los precios. Los agentes actúan en desequilibrio, pero las decisiones de reasignación de recursos lo realizan en un ámbito competitivo. La inversión determina la magnitud del ahorro, esencialmente a través del impacto de la demanda efectiva en el nivel del producto. Los precios monetarios en una economía de crédito, se conciben desde una función de precios en la visión de Eichner (1973), es decir, con una parte real y otra financiera. Por ello, se enfatiza que, particularmente en una economía abierta, la política monetaria actúa a través de la determinación de la tasa de interés y la tasa de cambio por la autoridad monetaria. El nivel de los precios responde al impacto de las variables de política monetaria en la estructura de costos, para un nivel dado de ocupación y productividad del trabajo. La permanencia de la inflación, está asociada a factores de propagación tales como la varianza en los precios relativos y las expectativas futuras de inflación que se observan en la tasa de interés presente esperada y en la tasa de cambio a futuro³⁰.

De estas proposiciones se deduce que pueden aparecer problemas tales como:³¹

1. La operación eficiente del mercado puede desembocar en crisis. Por ejemplo: en la operación normal de mercados financieros competitivos donde actúan agentes racionales, el modelo puede desembocar en la crisis debido a que los agentes no pueden rembolsar los créditos que han obtenido, como resultado de una política

³⁰ Ibid., Pág.262.

³¹ Ibid., Pág.263.

de estabilización destinada a vaciar presiones inflacionarias, así una política monetaria restrictiva que pueda conducir (a través de los aumentos de la tasa de interés) a una caída del nivel de actividad económica o quiebras de empresas conducen a fragilizar el sistema financiero.

2. La política eficiente del proceso de mercado puede conducir a crisis, debido a la caída en la tasa de ganancia en la economía. Aún suponiendo plena flexibilidad de precios, en un ámbito competitivo abierto, las empresas pueden no encontrar la manera de resolver su desequilibrio externo, es decir, por impactos de la tasa de cambio, a través de cambios de los precios. El ajuste se resolverá dependiendo del grado de flexibilidad en la economía para afectar ya sea la tasa de salarios o la tasa de empleo, o en las limitaciones en la operación normal de mercado competitivo, que no pueden garantizar soluciones de pleno empleo y eficiencia de Pareto³².
3. La política monetaria restrictiva, destinada a contener la inflación, mayormente instrumentada con aumentos de la tasa de interés y reevaluación de la tasa de cambio, conducirán a una sobrevaluación cambiaria, déficit en la cuenta corriente, déficit público y destrucción del ahorro interno.

³² Llamado también, óptimo de Pareto, es aquella situación en la cual se cumple que no es posible beneficiar a más elementos de un sistema sin perjudicar a otros. Se basa en el criterio de utilidad, hasta alcanzar el punto óptimo.

CAPÍTULO II

LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.

2.1. El Sistema Bretton Woods.

En julio de 1944 representantes de las 44 principales naciones del mundo se dieron cita en la ciudad de Bretton Woods, New Hampshire, EUA, con la finalidad de crear un sistema monetario internacional mas sólido y estable que evitara a la recurrencia de los acontecimientos como la Gran Depresión de 1929 - 1933. Este sistema llegó a conocerse poco más tarde como el Sistema Bretton Woods.³⁴

A partir del abandono de los Acuerdos de Bretton Woods³⁵ que se había establecido en 1944, el presidente Richard M. Nixon de los EE. UU, anunció en agosto de 1971, que fuera desmantelando paulatinamente toda la estructura financiera internacional hasta entonces existente, al finalizar la Segunda Guerra Mundial, dicha estructura basada en tipos de cambios fijos pero ajustables, había asegurado ritmos de crecimiento relativamente sostenidos, aunque fluctuantes.

Este acuerdo fue creado con base en la capacidad y la disposición de los Estados Unidos para desempeñar el papel predominante en las finanzas internacionales, que garantizaba un tipo de cambio fijo entre el dólar y el oro y acordaba inyectar suficientes dólares en la estructura financiera, para fomentar el crecimiento mientras existía la promesa por los Estados Unidos de mantener un precio fijo, el hecho que los extranjeros tuvieran los

³⁴ Cuevas Ahumada, Víctor Manuel."El Fondo Monetario y la Nueva Arquitectura Financiera Mundial", *Revista Análisis Económico*, UAM Azcapotzalco. Núm. 39 Vol. XVIII, Tercer cuatrimestre de 2003. Págs., 61- 81.

³⁵ El acuerdo de Bretton Woods, estableció una institución permanente para promover, la cooperación monetaria internacional y facilitar la consulta y colaboración mutua entre los países la institución llamada FMI, pero Bretton Woods fue una reacción al proteccionismo (estatal) de la década de los treinta, cabe recordar que Adam Smith creía que el beneficio de un país no sólo se basa necesariamente en el perjuicio del otro, por el contrario todos los países se beneficiaban al comerciar entre sí en un mercado libre mundial y también representó el poderoso deseo del mercado capitalista por expandirse mundialmente, más allá de las fronteras del mundo industrial desarrollado.

dólares, era equivalente a que tuvieran el oro; incluso, era mejor porque los dólares se utilizaban en muchas transacciones internacionales.

En los primeros años del Sistema Bretton Woods, existieron pocas transacciones en la ventanilla estadounidense de oro, es decir, pocas compras de oro estadounidense por parte del gobierno extranjero, durante los primeros años de la posguerra. El sistema sufrió una insuficiencia de dólares, una escasez de las reservas de dólares. A mediados de los años sesenta, el sistema mostraba algunas fisuras; en 1968, Estados Unidos importó más de lo que exportó, es decir, pagó más dólares a los extranjeros por sus bienes y servicios.³⁶

Hasta entonces, lo que aceptaron fue que los países miembros del FMI podían regular la cuenta de capital de la balanza de pagos, cuando presentarían fugas de divisas. La libre convertibilidad sólo se aplicó en las transacciones de bienes y servicios a la cuenta corriente. Se suponía que los países deficitarios podían devaluar su moneda, cuando una cuenta corriente era deficitaria, por el contrario, si ésta era superavitaria debían regular su moneda. Desde luego, la asimetría existente entre los distintos países en desarrollo, provocaba que la cuenta corriente de estos fuera por lo general deficitaria, mientras que las naciones superavitarias, eran las potencias industrializadas y procedían a su libre arbitrio.³⁷

No obstante, esto no fue la intención de las propuestas iniciales de los Acuerdos de Bretton Woods: J. M. Keynes y Jarry D. White. Estos proponían desalentar los flujos especulativos de capitales, ya que consideraban que éstos eran incompatibles con un sistema de tipos de cambio fijo. Este último, se consideraba también como indispensable para la restauración del libre comercio internacional de bienes y servicios y los flujos de inversión extranjera.

³⁶ El sistema de Bretón Woods de tipos de cambio fijos pasó a tipos fluctuantes con la consecuencia de especulación monetaria, desempeñando un papel central en la fijación de los valores. La doctora Wilma Salgado explica que el "hundimiento del sistema Bretón Woods, permitió la emisión descontrolada de monedas y la consecuente disponibilidad de abundante financiamiento en escala mundial"

³⁷ Mazza Laura, María. *La maldita trinidad*, 1 edición 2004 Editorial Laetoli. Pág. 77., Titulo Original Unholy Trinity IMF; WOLD Bank and WTO, Zed Books , Londres 2003.

Keynes propuso un fondo de compensación (*clearing union*), que actuaría como banco central a nivel internacional, basándose en el establecimiento de una moneda internacional, la cual estaría respaldada en oro y actuaría como su equivalente. Los bancos concederían automáticamente crédito a aquellos países que incurrieran en saldos deficitarios en la cuenta corriente, actuando como un sistema bancario nacional, en el sentido que no surgiría endeudamiento entre países. La idea consistía en que la utilización de los fondos superavitarios como créditos a los países deficitarios, no constituían un carga para estos últimos, y se pudiera generar la suficiente liquidez como para mantener la expansión económica a nivel mundial. La propuesta de Keynes fue rechazada debido a la gran parte de las presiones del Departamento de Estado de la reserva federal e importantes bancos privados, así el acuerdo final tan sólo incluyó parte de los planteamientos iniciales de Keynes. White por su parte tuvo que modificar en parte sus planteamientos, reflejando la posición inicial de su gobierno. Al final de la segunda Guerra Mundial, Estados Unidos poseía tres cuartas partes, de todo el oro monetario. La capacidad de generar liquidez no fue proporcionarla en cantidades suficientes a los organismos sugeridos de los acuerdos de Bretton Woods, el FMI y el Banco Mundial, esta función fue asignada a la Reserva Federal; dando como resultado el Plan Marshall para la reconstrucción de Europa en el contexto de la recién iniciada guerra fría.³⁸

El orden financiero internacional surgido de la posguerra, estaba viciado desde sus orígenes. La razón principal fue que la fuente de liquidez para el creciente comercio mundial de bienes y servicios, fueron las disminuciones anuales en las reservas de oro de EE.UU., aunque éste contaba con saldos favorables en la cuenta corriente, y fueron expedidos por los gastos requeridos por los compromisos mundiales de dicho país, en el ámbito de la guerra fría (inversiones privadas extranjeras por parte de múltiples agencias multilaterales y gastos militares a nivel mundial). El resultado fue una disminución anual en las reservas de oro estadounidense, lo que se reflejó en incrementos en las reservas de

³⁸ Puyana Ferrera, Jaime "Liberalización mundial de capitales desequilibrios macroeconómicos y recesión mundial" En *Financiamiento del desarrollo del mercado de dinero y capital globalizados*. UNAM 2003. Pág. 19.

dólares de los bancos centrales de los demás países, particularmente Japón y los países europeos.³⁹

Eventualmente las brechas entre las reservas de oro de EE.UU. y las tenencias en dólares en el exterior, se abrieron hasta el punto en que ya era imposible para dicho país, mantener el tipo de cambio 1 onza de oro = 35 dólares. Ante el diferencial entre este precio oficial del oro y el surgimiento de un mercado libre donde la onza de dicho metal se cotizó en más de 40 dólares, con la consecuente ola especulativa, el sistema de tipos de cambio fijo, acordado en 1944 en Bretton Woods se desplomó.⁴⁰

Tras el formal abandono en 1971 del Sistema Bretton Woods, los principales países industrializados procedieron paulatinamente a eliminar todas las restricciones a los movimientos internacionales de capital. En 1973 lo hicieron Canadá, Suiza y Alemania, seguidos en 1974 por EE.UU., posteriormente Gran Bretaña (1979), Japón (1980) y España y Portugal (1992) y otros.⁴¹

El resultado fue un crecimiento exponencial del volumen de flujos internacionales de capital, aunque no exactamente del tipo que hubiera deseado Keynes en 1944; en efecto, las transacciones no financieras constituyeron una parte decreciente del total y en el año 2003, tan sólo una de cada cinco transacciones en los mercados de Londres y Nueva York son de este tipo, según Ui Haq, Kaul y Grumberg, tres editores de su obra sobre el impacto de Tobin⁴².

La liberalización económica también transformó y amplió la comunidad de inversionistas institucionales, fondos mutuos, fondos de cobertura y tesorerías corporativas dedicadas a intercambios financieros intrafronterizos del FMI. Desde luego inevitable, ya que el sistema

³⁹ Ibid., Pág. 19

⁴⁰ Ibid., Pág. 20.

⁴¹ Ibid., Pág. 21.

⁴² Ibid., Pág. 21.

de tipos de cambios abrió todo tipo de oportunidades para apostar sobre los insensatos movimientos en los mismos, los participantes en los mercados comenzaron a demandar operaciones de cobertura y el resultado fueron los llamados derivados. En 1972, se introdujeron los futuros en divisas⁴³, mientras que los traspasos (*swaps*)⁴⁴ en éstas, hicieron su aparición en 1981, las operaciones en divisas y a futuro, en 1982; y actualmente existen instrumentos similares para gestionar los riesgos en tasas de interés.

El estudio de las crisis ha revelado dos características importantes del actual sistema financiero internacional; su alta volatilidad y su susceptibilidad al contagio. La primera de estas características se debe a los tipos de cambio. Las tasas de interés y los precios de los activos, están sometidos a grandes fluctuaciones en el corto plazo y a cambios en el mediano y largo plazo. La segunda característica, responde al comportamiento de horda, de los especuladores financieros, lo cual lleva a percepciones correctas y no sobre posibles dificultades financieras en algún país, se propaguen hacia toda una región independientemente de las condiciones crónicas ahí prevalecientes.⁴⁵

A partir de la ruptura de los Acuerdos de Bretton Woods es posible identificar tres grandes etapas de la transformación de los mercados financieros:⁴⁶

- i) De 1970 – 1982, fase caracterizada por elevadas tasas de inflación y bajas tasas reales de interés; crece muy rápidamente el crédito bancario en los mercados locales y en el internacional. El crédito otorgado fue principalmente de corto y mediano plazos a tasas de interés variables. Son los años en que el

⁴³ Los futuros de divisas son mecanismos de cobertura tendientes a resolver el problema que surgió con la fluctuación de los tipos de cambio.

⁴⁴ Instrumento financiero consistente en un contrato sobre un producto derivado que permite una permuta financiera. Por ejemplo: permite pasar una deuda en una divisa a otra de tipo de interés fijo o a uno flotante, etc.

⁴⁵ Puyana Ferrera, Jaime "Liberalización mundial de capitales desequilibrios macroeconómicos y recesión mundial" En *Financiamiento del desarrollo del mercado de dinero y capital globalizados*. UNAM 2003. Pág. 23

⁴⁶ Arias Guzmán, Ericka Judith. *Desregulación Financiera e Inversión en México: 1988 –2002*. Tesis de Maestría. FES –ACATLÁN. 2005 México, Pág.33.

endeudamiento público latinoamericano se incrementó considerablemente, como consecuencia del auge petrolero;

- ii) De 1982 – 1989, fase caracterizada por procesos de control de la inflación en las mayores economías y significativos descensos de ésta con elevado crecimiento del endeudamiento de los estados nacionales⁴⁷, la situación del crédito se convierte en la base para flexibilizar el manejo de los balances bancarios al liberar activos comprometidos de bajo rendimiento. La frontera entre lo bancos comerciales y de inversión van dejando de existir al ritmo de la propia titulación del crédito, los fondos de inversión cobran gran importancia tanto para los administradores del balance de los bancos, como para mantener la rentabilidad de los activos financieros de toda clase; y

- iii) De 1990 – 2006 se caracterizó por una amplia difusión de los productos de derivados⁴⁸, lo que da lugar a una enorme liquidez en manos privadas frente a mayores niveles de sobre endeudamiento. La desregulación financiera es detonante para revertir los efectos deflacionarios del sobre endeudamiento en la economía estadounidense, permitiendo altos rendimientos financieros de los activos en el poder de los fondos de inversión. Las crisis financieras mexicanas de 1994 y del sudeste asiático de 1997, caracterizan a esta etapa como una en la que la inestabilidad creciente en los llamados mercados emergentes, comprueba el traslado de las tendencias deflacionarias con una extensa destrucción de capacidades productivas nacionales y una redistribución en la propiedad de los activos.

⁴⁷Bonifaz, Alma. 1998. *Hacia un Nuevo Sistema Monetario Internacional*. UNAM- IIECs. Colección Jesús Silva Herzog. México.

⁴⁸ Este nombre indica que sus oscilaciones dependen de otros productos que toman como referencia. Pueden tratarse de materias primas o de acciones, bonos, etc.

Es indudable que el Sistema Financiero Internacional ha sido sujeto de reformas y cambios estructurales desde 1980, entre los cuales puede citarse⁴⁹:

- 1) El acortamiento de los plazos en depósitos e instrumentos financieros, con el desarrollo de un activo mercado secundario de títulos que han conducido a desdibujar la distinción entre las naciones de circulante.
- 2) El cambio de los fondos bancarios a pasivos con renumeración y procedentes principalmente de los mercados monetarios. El crecimiento de la titulación del crédito, así como el crecimiento de las operaciones fuera de balance de los bancos, en particular con el uso de los instrumentos derivados y la administración y el comercio de títulos, la cambiado la estructura de los ingresos de los bancos de los márgenes hacia las comisiones.
- 3) Gradualmente han desaparecido las fronteras que separan a la banca de depósitos de la inversión, al tiempo que la actividad en los mercados de dinero y capitales se fortalece, el crédito declina en los mercados y crece la actividad de los fondos de inversión con un alto grado de concentración de los activos financieros en manos de unos cuantos administradores que pueden mover grandes volúmenes de activos en muy corto plazo, desestabilizando monedas y economías.
- 4) El volumen de las transacciones financieras han crecido en un ritmo acelerado. Los problemas de supervisión financiera se han vuelto mucho más complejos, mientras que las calificaciones de los bienes de riesgo y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras se tornan más difíciles.
- 5) El incremento de la deuda de los gobiernos han sido determinantes para el crecimiento de los activos financieros y las tasas de interés ofrecidas por esos títulos el instrumento privilegiado para lograr objetivos en materia cambiaria.

⁴⁹ Arias Guzmán, Ericka Judith. *Desregulación Financiera e Inversión en México: 1988 –2002*. Tesis de Maestría. FES –ACATLÁN. 2005 México, Pág.34.

- 6) La incapacidad creciente de las naciones para regular la actividad de grandes conglomerados financieros, y para supervisar los niveles de riesgo de sus distintas operaciones.

Debido a la actual tendencia a la globalización financiera, se deben imponer nuevas fórmulas de regulación nacional e internacional para estabilizar las economías y alcanzar ritmos de crecimiento económico estables en el largo plazo.

2.2. El Fondo Monetario Internacional: El Organismo “regulador”

Tal como fue concebido en Bretton Woods, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sería un organismo que cumpliría esencialmente dos funciones; regular los tipos de cambio y contribuir a la estabilidad internacional concediendo préstamos en tiempos de crisis en la balanza de pagos de los países miembros. Actualmente el FMI es probablemente la institución no gubernamental más poderosa del mundo⁵⁰.

El FMI tiene la función de supervisar el Sistema Monetario Internacional con el fin de asegurar el buen funcionamiento y vigilar el cumplimiento por cada país miembro de sus obligaciones, así como la facultad de supervisar la política cambiaria de los miembros, e incluso realizar consultas, reparando el ordenamiento sociopolítico de los países miembros y teniendo en cuenta las circunstancias de éstos.

El Fondo Monetario se estableció principalmente para atender las necesidades económicas de los estados nacionales de Europa y América del Norte en períodos inmediatamente posteriores a la guerra, se considera que estos problemas están centrados en los tipos de cambio y las balanzas de pagos.⁵¹

⁵⁰ Mazza Laura, María. *La maldita trinidad*, 1 edición 2004 Editorial Laetoli. Pág. 77., Título Original Unholy Trinity IMF; WOLD Bank and WTO, Zed Books , Londres 2003.

⁵¹ Cabe aclarar que el término tipo de cambio se refiere al precio de una moneda en relación a otras. El término balanza de pagos se refiere al total de las transacciones económicas entre los residentes de un país y los del resto del mundo.

El FMI intentó que los países miembros suprimieran las restricciones a la convertibilidad de sus monedas, como una forma para mejorar las condiciones financieras para el comercio y la inversión internacional.⁵²

El FMI, como los gobiernos nacionales han venido desplegando esfuerzos para mejorar su labor en las áreas de detención, evaluación y por supuesto, reducción de riesgos de crisis financieras. Las cinco condiciones fundamentales para reducir el riesgo de una crisis en un país determinado son las siguientes:⁵³

- i)** La formación e instrumentación de la política económica sólida y consistente;
- ii)** El mantenimiento de un nivel de reservas internacionales que permita no sólo solventar las obligaciones externas a corto plazo de los sectores públicos y privados sino también, desalentar eventuales ataques contra la moneda doméstica;
- iii)** La adaptación de un régimen cambiario sostenible en el largo plazo.
- iv)** La participación activa en las iniciativas⁵⁴ de la reforma al sistema financiero mundial; y
- v)** El impulso de las reformas estructurales e institucionales que permiten, por una parte, fomentar la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros y por otra parte, reducir la vulnerabilidad de la economía frente a choques internos y externos.

⁵² D. Uries. M.G. 1986. "The IMF in A changing Wold 1945-1985" *IMF* Washington.

⁵³ Cuevas Ahumada, Víctor Manuel, "El Fondo Monetario y la Nueva Arquitectura Financiera Mundial", *Revista análisis económico*, UAM Azcapotzalco. Núm. 39 Vol. XVIII, Tercer cuatrimestre de 2003. Pág. 61- 81.

⁵⁴ En particular las iniciativas que tengan que ver con el fomento de la transparencia económica y con el desarrollo y la adopción de códigos y estándares financieros internacionales.

Este sistema se abandonó en 1974 y se permitió a los países determinar su propio sistema cambiario. Al final surgieron tres tipos de sistemas:

- i)** El de libre flotación, determinando exclusivamente por los mercados de divisas;
- ii)** El de flotación sucia o administrada, que implicada la intervención del banco central para mantener tipos de cambio mínimos y;
- iii)** El de las monedas vinculadas al dólar o a otras monedas fuertes como la libra esterlina, que fluctuaban con éstas. Así el derrumbe de dos de sus pilares principales (el patrón oro- divisas y el sistema de paridad fija) llevó a su fin al Sistema Bretton Woods⁵⁵.

Cuando el FMI fue fundado, bajo los acuerdos de Bretton Woods, eran dos las reglas fundamentales del juego;⁵⁶

- 1)** El sistema de la Reserva Federal de EEUU, se comprometía a mantener un régimen de convertibilidad automática entre su moneda y el oro, esto es, se comprometía a intercambiar dólares por oro a un precio oficial inamovible establecido en 35 dólares la onza.
- 2)** El resto de los bancos centrales afiliados a este sistema se obligaban a mantener fijo el tipo de cambio de su moneda frente al dólar estadounidense, así como a solicitar la automatización del FMI para hacer ajustes a su paridad cambiaria.

⁵⁵ Ibid., Pág. 91.

⁵⁶ Cuevas Ahumada, Víctor Manuel, "El Fondo Monetario y la Nueva Arquitectura Financiera Mundial", *Revista análisis económico*, UAM Azcapotzalco. Núm. 39 Vol. XVIII, Tercer cuatrimestre de 2003. Pág., 61- 81.

El FMI otorga préstamos en el corto plazo a países miembros que experimentan crisis en la balanza de pagos, fundamentalmente a partir de fondos previamente depositados pero en monedas más fuertes (internacionalmente más aceptadas, que las de los depósitos).

En el Sistema de Bretton Woods⁵⁷, las condiciones que debían cumplir los países miembros para obtener créditos del FMI se limitaba a un programa eficaz para generar la estabilidad de la moneda del país miembro o para mantener estable el tipo de cambio.

Las condiciones de los préstamos impuestas a los gobiernos en general desesperados, se convirtieron, en la forma de regular toda la gama de política económica nacionales. Por lo tanto, no es el otorgamiento de los créditos lo que está en cuestión sino sus condiciones; la política económica recomendada por el FMI incluye casi siempre la reducción de barreras arancelarias a las importaciones, una medida que elimina empleos, al mismo tiempo que impone programas de austeridad que recortan servicios públicos y eliminan subvenciones estatales destinadas a mantener bajos los precios de muchos alimentos

El FMI estudia las políticas estructurales que afectan el comportamiento macroeconómico, es decir, al comportamiento de agregados económicos, como el ingreso nacional, al consumo total, la inversión y la oferta de dinero. Los recursos financieros de esta institución proceden principalmente de las suscripciones de capital que realizan los países al incorporarse a la organización o a otras revisiones periódicas, cuando se incrementan las cuotas.⁵⁸

El FMI otorga créditos con base en una serie de acuerdos y servicios financieros, de los cuales destacan:⁵⁹

⁵⁷ Durante la vigencia del Sistema de Bretton Woods 1944- 1973, los mercados financieros nacionales eran relativamente pequeños y desintegrados, debido, a la presencia de regulaciones y controles financieros internos, controles cambiarios y barreras de diversa índole a la libre movilidad de capital.

⁵⁸ El FMI tiene un sistema de votación ponderado; cuando mayor es la cuota de un país (suscripción de capital) más votos tiene.

⁵⁹ Ibid., Pág. 83.

- i)** Los acuerdos *stand-by que* permiten a los países miembros retirar un monto específico, en general en un plazo de 12 a 18 meses, para resolver problemas, en la balanza de pagos a corto plazo;
- ii)** El servicio ampliado del FMI, que permite a los países miembros retirar un monto específico, en general en tres o cuatro años, para realizar reformas económicas estructurales que según el FMI mejoraría la balanza de pagos;
- iii)** El servicio por el crecimiento y la lucha contra la pobreza (que reemplazó al servicio reforzado de ajuste estructural en 1999) que ofrece créditos a bajo interés a los países miembros de menores ingresos que se enfrentan a problemas prolongados en la balanza de pagos, el coste para los prestatarios, se subsidia con fondos recaudados mediante ventas de oro del FMI junto con préstamos y donaciones de los países miembros más ricos;
- iv)** El servicio de complementación de reservas, que proporciona créditos adicionales a corto plazo, con mayores tasas de interés a los países miembros que experimentan dificultades excepcionales en la balanza de pagos debido a una repentina pérdida de confianza del mercado y que presentan fugas de capitales; y
- v)** Las líneas de crédito contingentes, que proporcionan créditos preventivos a corto plazo cuando los países se enfrentan a una pérdida de confianza del mercado debido a los contagios de crisis de otros países.

La asistencia de emergencia ayuda a los países a afrontar problemas en la balanza de pagos resultantes de desastres naturales, repentinos e imprevisibles y condiciones de emergencia derivadas de conflicto militar desde 1995.

Las divisas se presentan en el banco central del país receptor, para complementar sus reservas internacionales. Así el FMI, espera que los prestatarios den prioridad al reembolso de sus créditos de acuerdo con los plazos previstos. La aprobación del FMI indica a otras instituciones financieras que la política económica de determinado país, están en buen camino, generando certidumbre a los inversionistas y autoridades, contribuyendo a generar las condiciones necesarias para obtener préstamos adicionales.

La eliminación de la convertibilidad de dólares en oro en agosto de 1971 y la sustitución definitiva de los tipos de cambio fijos de los países industrializados por regímenes de flotación regulada en marzo de 1973, contribuyeron a que el Sistema de Bretton Woods finalizara.

Sin embargo, la década de los años setenta fue testigo del derrumbe del FMI como una organización internacional de crédito sobre un base diferente que al final resultó más poderosa; hasta mediados de la década de 1970 el FMI intentó hacer que el sistema monetario funcionara sin tropiezos, restaurando la confianza en las principales monedas, mediante créditos temporales en tiempos de crisis en las balanzas de pagos. El FMI actuaba principalmente en interés de los países industrializados; el sistema manufacturero, que había convertido a Gran Bretaña en el taller del mundo, tuvo su declive desde mucho tiempo atrás, mientras aumentaban las importaciones británicas de alimentos, materias primas, petróleo y bienes industrializados.

A partir de 1977 el FMI dejó de ser un instrumento de colaboración sobre tipos de cambio y pagos, principalmente entre países industrializados, para convertirse en un medio de control del primer mundo sobre la política económica del tercer mundo.

El FMI ha logrado mantener su vigencia y continúa siendo el eje gravitacional del sistema monetario y financiero internacional.

La responsabilidad que el FMI ha asumido recientemente consiste por ende, no sólo en prevenir las crisis nacionales e internacionales hasta donde sea técnicamente factible, sino en aumentar la eficiencia y la eficacia con que se predicen, administran y resuelven tales crisis⁶⁰.

Durante el período de Bretton Woods, la crisis del sector externo de las economías se redujo básicamente a déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se financiaban con reservas internacionales y con créditos del FMI. Asimismo, para corregir los desequilibrios en las cuentas corrientes de las naciones afiliadas, el FMI, recomendaba políticas fiscales y monetarias restrictivas y eventualmente, autorizaba devaluaciones cambiarias.

La eliminación de la convertibilidad de dólares en oro propició un crecimiento sin precedentes de la liquidez en el mundo, pues a partir de entonces, los dólares se emiten sin un respaldo real y un porcentaje significativo del dinero emitido por el FED circula fuera de Estados Unidos.

El proceso de liberalización financiera se inició a finales de la década de los años sesenta y se consolidó durante las décadas de los años ochenta y noventa, suprimió los controles cambiarios, los controles a los flujos internacionales de capital y de diversas formas de regulación y represión financiera doméstica en la mayoría de las naciones.

La flexibilidad de los regímenes cambiarios, el desplazamiento de los flujos internacionales de capital cada vez más libres y la expansión de los mercados financieros y la liquidez en el mundo, provocaron una creciente volatilidad en los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de inflación; esto a su vez, ha incidido negativamente en los niveles de actividad económica y de empleo de diversos países.

⁶⁰ Cuevas Ahumada, Víctor Manuel, "El Fondo Monetario y la Nueva Arquitectura Financiera Mundial", *Revista análisis económico*, UAM Azcapotzalco. Núm. 39 Vol. XVIII, Tercer cuatrimestre de 2003. Pág., 66.

Actualmente el FMI debe supervisar y monitorear la salud de los sistemas financieros domésticos, la identidad de los marcos regulatorios, los arreglos institucionales y legales de cada nación y todas las cuestiones directamente relacionadas con la transparencia y el buen gobierno. Entre los aspectos que más preocupan al FMI están:

- i) La supervisión y la regulación financieras;
- ii) La adopción y observación de estándares y código internacionales en el manejo de la instituciones financieras y de las empresas; y
- iii) Divulgación de la información precisa, abundante y oportuna sobre el comportamiento de las principales variables económicas, financieras y sociodemográficas.

Los cambios encabezados en el entorno financiero y el objetivo fundamental del FMI ha permanecido inalterada; crear un sistema financiero internacional que permita a los países miembros alcanzar y mantener una situación de pleno empleo, estabilidad de precios y equilibrio externo. Aunque esta situación sólo sea un intento fallido, por lo menos para las economías emergentes.

Los mercados financieros operan en un ambiente de información asimétrica e incompleta, lo que origina que las personas e instituciones que participan en ellos reaccionen y asuman conductas irracionales frente a determinados eventos, los inversionistas que carecen de información relevante o que no cuentan con suficiente elementos para evaluar, tienden a imitar el comportamiento en las instituciones e individuos mejores informados. Dichos inversionistas llegan a comportarse, por lo tanto, como una serie de *rebaño* y a desatar con sus acciones lo que se conoce indistintamente como *efecto rebaño* o *efecto borrego*. El efecto *rebaño*, explica las corrientes compradoras y vendedoras de acciones que derivan en *boom* y *crack* bursátiles, respectivamente. Durante los *boom*, el *rebaño*

está guiado con un optimismo excesivo que se traduce en compras compulsivas de acciones.

El FMI ha formulado recomendaciones para mejorar la generación de suministros e interpretación de información concerniente al desempeño de las instituciones financieras y las empresas; proporcionan información suficiente, fidedigna y oportuna; por un parte, para eliminar conductas irracionales y ajustar bruscos cambios en los mercados financieros y; por otra, parte formular políticas económicas más consistentes y sólidas. No obstante, estas recomendaciones no han funcionado, sino por el contrario, la política económica implementada en los países emergentes, han profundizado la división entre el sector real y el financiero.

En efecto, desde 1971, el entorno financiero internacional a sufrido profundas transformaciones; como la eliminación de la convertibilidad de dólares en oro, la flexibilización de los regímenes cambiarios en gran número de países, el incremento de la liquidez mundial y la liberalización y desregularización financieras a escala global. Las reformas de la arquitectura financiera están orientadas también a combatir, las asimetrías y otras deficiencias de la información que impiden las operaciones eficientes de los mercados financieros.

El FMI ha señalado en reiteradas ocasiones que para que un régimen de tipo de cambio fijo o semifijo- sea efectivamente sostenible se requiere de una política de apoyo muy sólida y consistente, tanto en el ámbito macroeconómico como el ámbito de cambio estructural. En primer lugar, las políticas fiscales y monetarias deben estar orientadas al combate a la inflación; en segundo lugar, para desalentar eventuales ataques especulativos contra la moneda doméstica, se debe contar con suficiente reservas internacionales y con una manifiesta resolución gubernamental para defender la paridad monetaria; y en tercer lugar, es preciso llevar adelante reformas estructurales e

institucionales que den seguridad a los inversionistas y eliminen la vulnerabilidad económica⁶¹.

2.3. El Nuevo Sistema Monetario Internacional (1990- 2006)

En las últimas tres décadas, se han presentado transformaciones en los mercados financieros, así como una gran variabilidad de los precios relativos de los activos mundiales, sometidos a la inestabilidad cambiaria desde la ruptura de las paridades fijas en los años setenta, así como la aparición de un conjunto de nuevas relaciones financieras y monetarias al amparo principalmente de la ampliación de los intermediarios financieros. Los sistemas monetarios y financieros experimentan diversos procesos de inestabilidad, por lo cual la institucionalidad creada en el marco de las relaciones monetarias se adecuaron a las nuevas circunstancias del tipo de cambio flexible y tasas de interés variables y en las que los intermediarios financieros privados controlan el mayor volumen de la liquidez, las sucesivas crisis financieras mundiales muestran que los organismos internacionales llaman y concertan las acciones del prestamista de última instancia internacional.

A partir de 1971, se lleva a cabo una gran transformación en la organización de los mercados financieros y a elevar los flujos de capital privados, incorporados por la corporación internacional que posteriormente originaría en un exceso de oferta de eurodólares que con la elevación de las tasas de interés a partir de 1979, causaron la crisis de la deuda externa en 1982, la disminución de las ganancias de la banca comercial en el marco del proceso de la desregulación financiera, liberalización de los servicios financieros, las operaciones fuera de balance y el aumento de los intermediarios financieros, alteraron la regulación del sistema financiero internacional, incrementando la inestabilidad financiera, la crisis de la bolsa de valores en 1987 fueron resultados de dicho

⁶¹ Cuevas Ahumada, Víctor Manuel, "El Fondo Monetario y la Nueva Arquitectura Financiera Mundial", *Revista análisis económico*, UAM Azcapotzalco. Núm. 39 Vol. XVIII, Tercer cuatrimestre de 2003. Pág.74.

proceso. Posteriormente, estalló la crisis de los *tesobonos*⁶² en México durante 1994 y 1995.⁶³

La innovación financiera⁶⁴ se desarrolló, en el marco del sistema financiero, un sistema de asientos electrónicos que algunos autores describen como la plasticidad del sistema financiero, es decir, la aptitud de deformar de manera definitiva todas las transacciones de intercambio. A lo largo del tiempo de innovación financiera ha desempeñado un papel central en las esferas de los circuitos de la reproducción del proceso de acumulación y las propiedades inherente al sistema capitalista en lo que toca al intercambio de las mercancías, sean bienes o servicios, en cada uno de sus mercados.⁶⁵

La causa esencial de la inestabilidad financiera son la fluctuaciones de las tasas de interés y de los tipos de cambio, así como de los déficit externos, lo que, con el paso del tiempo, provoca desajustes en las estructuras económicas de los países una vez que el refinanciamiento de los pasivos externos se toma difícil, hay una elevación de las tasas de interés o bien se presentan cambios abruptos en los precios de algunos activos.

El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial reconocen que el incremento en la especulación y la poca inversión / real, contribuyeron a la crisis mexicana de 1994 y 1995 (Fobaproa o efecto tequila) y la crisis actual en los mercados asiáticos, llamado efecto dragón.⁶⁶

⁶² Títulos de crédito (con un valor nominal de 100 dólares de E.U.A.) emitidos por el Gobierno Federal negociables a la orden del Banco de México, los cuales se pueden colocar a descuento o bajo la par, y se amortizan al tipo de cambio libre, vigente en la fecha de pago. Son títulos de crédito denominados en moneda extranjera (dólares estadounidenses) a seis meses o menos, en los cuales el Gobierno Federal se obliga a pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera, en una fecha determinada. Estos títulos de crédito se pueden colocar a descuento y son indizados al tipo de cambio libre de venta valor 48 hrs. que da a conocer la Bolsa Mexicana de Valores en su publicación denominada "Movimiento Diario del Mercado de Valores".

⁶³ Girón, Alicia. "El Sistema Monetario Internacional: Crisis Financiera y de Mercado". De *Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria* Editorial., UNAM. Pág., 102.

⁶⁴ La innovación financiera proviene de cinco principales fuentes: el progreso tecnológico; Nuevos servicios financieros; Administraron de riesgos; Sistema de retiro; y Avances de la teoría financiera, están generando nuevas tendencias generales sobre ventas de activos, integración de mercados, globalización, determinación de precios y las propias practicas de operar de los mercados.

⁶⁵ *Ibid.*, 102.

⁶⁶ Dillon John, "Bretton Woods y Mercados Financieros," de *Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria*. Editorial, UNAM. Pág. 132.

Desde finales de los años ochenta y principios de los años noventa se dieron intentos de coordinación de los bancos centrales de Alemania, Japón, Estados Unidos para asegurar el crecimiento económico⁶⁷. Una de las preocupaciones centrales de los organismos financieros internacionales es indiscutiblemente lograr el crecimiento económico mundial y la permanente liberalización financiera con el fin de alcanzar las ganancias producto de la globalización, pero para ello fue indispensable aumentar los recursos de que dispone el FMI para solventar los planes de ajuste que aplican en todos los países que presentan crisis sucesivas.

El sistema de flotación se ha caracterizado por la inestabilidad e imprevisibilidad de los mismos, y por lo graves y frecuentes desalineaciones de los tipos de cambio entre las principales monedas; por el contrario, los defensores de este sistema, afirman que la inestabilidad y la falta de orden han sido consecuencia de una política económica internacional errónea y mal coordinada, fundamentalmente de las políticas fiscales y monetarias.⁶⁸

Los desajustes e inestabilidad bajo el régimen de tipo de cambio flexible, obedecieron a la evolución desfavorable de la economía mundial y a la ineficaz supervisión ejercida del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre los grandes países industriales, lo que agrava e incrementa la simetría de ajuste internacional, esta situación dio lugar a una deficiente asignación del capital (ya que se orienta a la especulación en lugar de ser asignada de las actividades productivas) y a la ampliación de los desequilibrios en las balanzas de pagos,

⁶⁷ Girón, Alicia. "El Sistema Monetario Internacional: Crisis Financiera y de Mercado". De *Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria* Editorial., UNAM. Pág. 103.

⁶⁸ El riesgo sistémico en el mercado financiero internacional, también se ha visto incrementado por la utilización de valores privados de alta calificación como reserva de los intermediarios internacionales y como colateral de los préstamos que estos conducen. Dado en los mercados de estos valores no interviene una autoridad monetaria que procure la estabilidad de sus precios, las fluctuaciones a la baja en sus cotizaciones pueden dejar a las instituciones financieras peligrosamente expuestas, induciendo una contracción en el financiamiento y un incremento en la tasa de interés que exacerbará la deflación. La economía mundial ha demostrado durante los años noventa varios episodios de deflación de los activos financieros, con efectos recesivos que se proyectan sobre regiones cada vez más amplias. La brújula japonesa, los efectos tequila, zamba, dragón, vodka, etc., son manifestaciones de un sistema monetario internacional que no está cumpliendo satisfactoriamente con sus objetivos de proveer la cantidad adecuada de liquidez internacional, favorecer los ajustes macroeconómicos necesarios y asegurar la convertibilidad de las monedas.

en proporciones que ponen en peligro el crecimiento económico mundial y la estabilidad financiera.⁶⁹

Para alcanzar cierta estabilidad y mayor disciplina cambiaria en una perspectiva de largo plazo, se formularon diversas propuestas de reformas; algunos teóricos consideran que el Sistema Monetario Internacional ⁷⁰ debe facilitar el financiamiento del desarrollo económico de los diferentes países y fomentar el crecimiento, la estabilidad financiera, el destino y la eficiente aplicación de los recursos financieros mundiales, e incluso del ahorro mundial, en condiciones de inflación moderada, además debe proporcionar una equitativa distribución del ingreso y de la riqueza.⁷¹

Cuando los gobiernos llevan a cabo una política de moneda fuerte, basadas en las tasas de interés elevadas y en la austeridad presupuestaria, afectan desfavorablemente las condiciones de acumulación de capital industrial. Tal política impone fuertes presiones deflacionarias en los mercados de productos finales y de insumos. Esto puede obligar a una reestructuración industrial acelerada, con el elevado nivel de desempleo estructural y de un estancamiento de los ingresos no financieros. Las políticas de moneda fuerte inhiben las inversiones de largo plazo en las formaciones de mano de obra, la organización de las empresas, la investigación tecnológica y las nuevas estructuras industriales, todas ellas esenciales para un crecimiento sostenido. Debe reconocerse que la desregulación de la moneda y del sistema bancario aumentó la inestabilidad financiera, con efectos negativos sobre el crecimiento económico y el empleo.⁷²

Los mercados financieros de todo el mundo han transitado por procesos de desregulación financiera que han llevado a un creciente competencia, pero sin esta que se refleje en una

⁶⁹ Ibid. Pág. 103.

⁷⁰ El FMI debe ser objeto de reformas, las cuales no pueden reducirse a medidas relativas al tipo de cambio o de las reservas monetarias internacionales (o a activos de reserva) con las cuales se realizan los pagos de transacciones internacionales, sino que debe de estimular mecanismo de comercio y pagos que favorezcan la expansión internacional.

⁷¹ Ibid.,103.

⁷² Ibid.,103.

mayor eficiencia en el financiamiento de la actividad productiva. La liberalización financiera favoreció a una mayor concentración de la riqueza en manos de privadas, sin que ello haya conducido a una nueva etapa de crecimiento económico estable. Los mercados financieros liberados son inestables; la fragilidad financiera que les caracteriza ha desembocado en la crisis financiera y bancarias recurrentes, así el paso de los mercados reprimidos a otros liberados no han conducido ni al incremento del ahorro ni al descenso de las tasas de interés reales en la mayores economías.⁷³

Los diferenciales en los tipos de interés, no son tasas determinadas por el mercado, sino por lo general son resultado de decisiones de la política económica que influyen en su estructura. Empíricamente se ha constatado que las divergencias entre las tasas de interés internas y externas provocan movimientos en los flujos de capitales externos de los cuales, con frecuencia han sido utilizados como estrategias para abatir la inflación interna o como políticas de ajuste estructural condición para que un país participe en el sistema de comercio internacional mediante la reducción de las tasas inflacionarias y el equilibrio de los déficit gubernamentales.⁷⁴

Las excesivas entradas de capital propician una saturación de préstamos bancarios; una vez se retiran los flujos dan lugar a inestabilidad o al colapso del sistema bancario. Con frecuencia se culpa de esa inestabilidad a la inadecuada regulación nacional del sistema financiero o a la supervisión del cumplimiento de las disposiciones. En las crisis chilenas y mexicana, los supervisores y reguladores fueron incapaces de responder con claridad y rapidez a los cambios de la estructura y actividad de los mercados financieros. No existe un sólo caso, en países desarrollados o no desarrolladas en que los grandes incrementos de flujos hacia el sector bancario no hayan conducido a una saturación de préstamo, una caída de la calidad de los activos y un excesivo relajamiento del análisis de riesgo.

⁷³ Ibid., 158.

⁷⁴ Arias Guzmán Ericka Judith. *Desregulación Financiera e Inversión en México*. Tesis de Maestría. FES –ACATLÁN. 2005 México
Pág. 51

Los préstamos crecientes sirvieron principalmente para financiar el repentino incremento de los precios de los activos; los precios de los bienes raíces y de las acciones se elevaron rápidamente en el caso chileno, como ocurrió antes en la irrupción del efecto tequila y de la crisis en algunos países asiáticos, en casi todos los casos, los bancos habían adquirido recientemente el derecho de realizar préstamos sobre propiedades comerciales y residencias y de invertir en sociedades financieras y empresas con activos. Estos activos son una fuente adicional de inestabilidad, ya que los préstamos bancarios están garantizados con el valor de las propiedades. El reciente ingreso de muchos de los bancos a este mercado, revela la escasa experiencia de los funcionarios bancarios en el evalúo de las propiedades; de tal forma que aceptan los precios de mercado, los cuales pueden estar muy por debajo de cualquier estimación confiable de valores de liquidación⁷⁵.

Un factor que difiere significativamente a lo largo de las distintas experiencias es la naturaleza y carácter de los flujos de capital. En la crisis de América Latina, los préstamos bancarios sindicados constituyeron la forma en que se reciclaron los excedentes petroleros. Después de la crisis de la deuda, los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron y se remplazaron por la emisión de bonos con interés fijo.

Esto es el inicio de los bonos Brady, y con el tiempo, las emisiones soberanas se utilizaron para pagar la deuda bancaria en circulación. En la crisis del efecto tequila, los flujos fueron principalmente de cartera, es decir, títulos de deuda pública y privadas denominadas en pesos. La crisis asiática representaba el regreso de los préstamos bancarios al mercado mundial de capitales, en una gran proporción de corto plazo. En Chile, los préstamos provinieron de bancos extranjeros y se canalizaron a entidades nacionales. En efecto, la forma de los préstamos completa el círculo; desde los bancos, préstamos sindicados y bonos soberanos, a flujos de cartera y nuevamente a préstamos bancarios. Los países asiáticos generalmente tenían altas proporciones de flujos de inversión directa. Después,

⁷⁵ Ibidem. Pág. 53.

de la crisis del efecto tequila, se incrementaron de manera notable los flujos de inversión directa en América Latina.⁷⁶

Los vencimientos han transmitido de corto y mediano plazos a bonos de largo plazo e incluso hasta préstamos a plazo indefinido. Las tasas de interés también pasaron de fijas a flotantes y viceversa; sin embargo, a pesar de estas diferencias, hay un factor constante; la volatilidad de los flujos en período de crisis. Las distintas formas de los flujos de capital recibidos por un país no parecen representar una diferencia significativa en el efecto que éstos tienen en las condiciones locales y en subsecuente retiro de esos flujos.

⁷⁶ Mendoza Pichardo, "Financiamiento y Crecimiento: La Experiencia en México en los años noventa", *El desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. UNAM Acatlán. México.

CAPITULO III

FRAGILIDAD FINANCIERA E INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES: 1988–2006

3.1. Desequilibrios macroeconómicos y flujos de capitales externos en México.

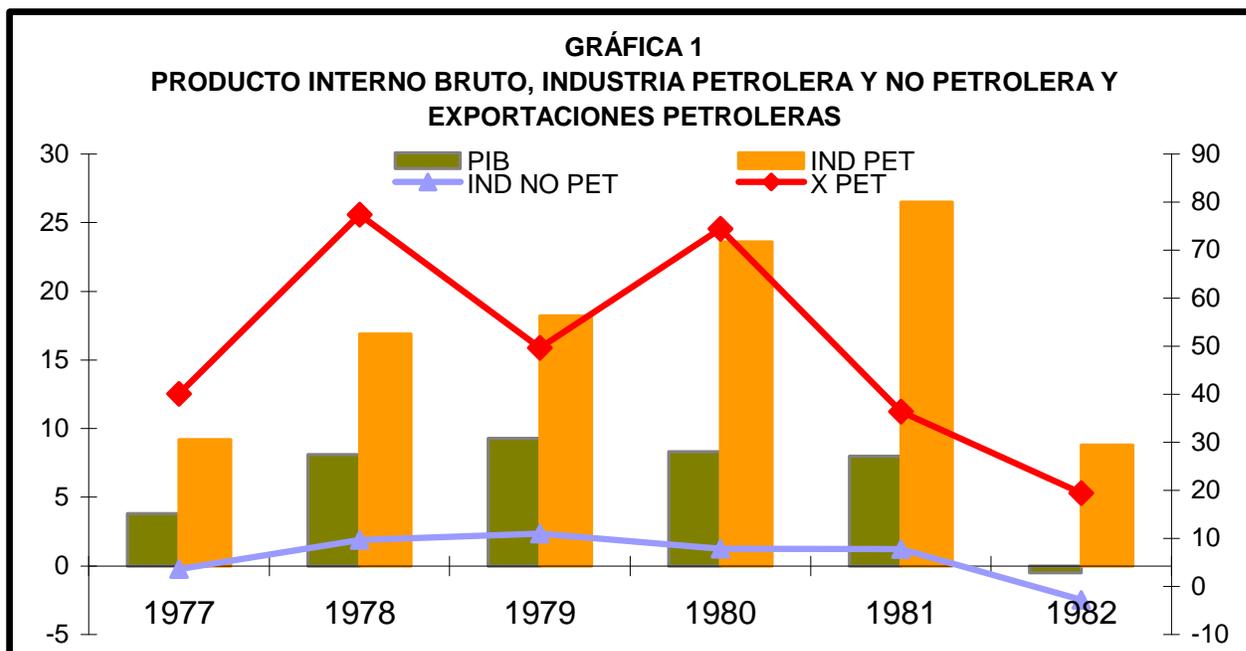
A mediados de los años setenta, la política cambiaria era inexistente, ya que el sistema monetario creado en Bretton Woods impuso un sistema de tipo cambiario fijo y cualquier modificación requería de la aprobación del FMI, misma que otorgaba sólo cuando el país presentaba un desequilibrio fundamental en la balanza de pagos. En 1976, se permitió en el ámbito mundial el tipo de cambio flotante, lo que abrió la posibilidad de utilizar una política cambiaria, como instrumento de política macroeconómica; sin embargo, México continuó con el tipo de cambio fijo después de la devaluación de 1976; esta falta de flexibilidad de la política cambiaria provocó el desequilibrio externo y estimuló la desintermediación financiera y la fuga de capitales.

En 1976, después de la devaluación, el mercado de valores en México, comenzó a registrar un crecimiento significativo, desarrollando una política de financiamiento de la inversión, por lo que se promovieron una serie de medidas al fomento bursátil⁸¹, incluyendo estímulos y exenciones fiscales, destacándose los créditos bancarios, que consiguieron hasta 1978.

La desaceleración económica de 1976 a 1977 fue moderada y de corta vida; el descubrimiento y explotación masiva de las reservas petroleras relajaron las restricciones financieras externas sobre el crecimiento económico, conduciendo a un período de expansión económica de 1978 a 1981, con tasas superiores a las históricas;

⁸¹No se apoyó en la emisión de nuevas acciones, sino que se basó en movimientos especulativos del mercado secundario y la emisión de nuevas acciones coincidió con el desplome bursátil que provocó una fuerte incertidumbre sobre la efectividad de esta fuente generadora de recursos para la inversión.

encabezado por un dinámico crecimiento de la producción y las exportaciones petroleras, donde el producto interno bruto (PIB) creció a una tasa anual del 8 %, (ver la gráfica 1).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI y del Banco de México

A finales de los años setenta, fue evidente la necesidad de implementar reformas económicas profundas encabezadas por un programa de estabilización. Al inicio de los años setenta los choques externos ocasionados por la caída de los precios del petróleo y la alza de las tasas internacionales de interés fueron de 4.5 y 3.5 % del PIB. De esta manera las reformas económicas que comenzaron en los años ochenta se caracterizaron por crecientes desequilibrios (ver cuadro 1).

Hacia fines de 1978, se dieron condiciones favorables para el desarrollo del mercado de valores debido a que la dolarización se había detenido y la elevada concentración bancaria reducía la posibilidad de que el desarrollo de la Bolsa Mexicana de Valores pudiera afectar a las instituciones bancarias, ya que las siete casas de bolsa pertenecían directamente a los bancos que operaban el 35.5% del total y el flujo de los

recursos, gracias a los excedentes mexicanos petroleros, que parecían crecientes e inagotables.

CUADRO 1						
INDICADORES MACROECONÓMICOS						
(promedio anual)						
Concepto	1971-1973	1979-1981	1988 - 1990	1996 - 1998	2002 - 2004	2005 - 2007
Crecimiento del PIB	6.6	9.2	3.01	5.6	2.06	3.8
Tasa de inflación	7.5	24.2	53.70	26.71	-20.55	4.0
Tasa real de interés	n.d.	-3.3	23.45	6.75	5.80	4.36
Balanza de la Cuenta Corriente / PIB	-2.5	-5.3	-2.14	-3.19	-1.49	-0.51
Deuda pública/PIB	24	35.5	53.5	28.9	23.26	21.56
M4/PIB	34.8	29	29.51	39.67	47.76	54.58
M1/PIB	11.7	11.2	4.18	8.17	10.88	12.11
Base monetaria/PIB	14.6	16.6	4.14	3.39	3.49	3.58

Fuente: Elaboración con base en datos del Banco de México, INEGI, Secretaría de Hacienda y Crédito Público

En el período de 1977 y 1982, se distinguieron dos etapas; la primera entre 1977 y 1979, que se caracterizó por la recuperación y repunte económico, así como el desarrollo de un ciclo bursátil; la segunda va de 1980 a 1982, que corresponde a la fase final de la expansión económica generada por el petróleo y la deuda externa, así como el largo ajuste bursátil.⁸²La fragilidad financiera afectó al sector privado, el auge de la demanda y el consiguiente crecimiento de la inversión estimularon un rápido endeudamiento privado. La deuda externa privada pasó de 5 millones de dólares en 1978 a 7.3 millones de dólares en 1980 (ver cuadro 2).

⁸² López González, Teresa. *Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México*, 1ª edición, UNAM, México año 2001. Pág. 22.

CUADRO 2 DEUDA EXTERNA PÚBLICA Y PRIVADA MÉXICO 1970-1982 (Millones de dólares)						
Año	Total	Largo plazo			Corto plazo 3	Créditos de FMI 4
		Total (1+2+3+4)	Pública 1	Privada 2		
1970	5,965.70	5,965.70	3,195.70	2,770.00	n.d.	n.d.
1975	15,589.20	15,589.20	11,394.40	4,194.80	n.d.	n.d.
1978	35,662.20	30,417.40	25,462.60	4,954.80	4,946.00	298.80
1980	57,141.60	40,978.60	33,678.60	7,300.00	16,163.00	n.d.
1981	77,916.40	52,923.40	42,723.40	10,200.00	24,993.00	n.d.
1982	85,830.30	59,462.00	51,362.00	8,100.00	26,147.00	221.30

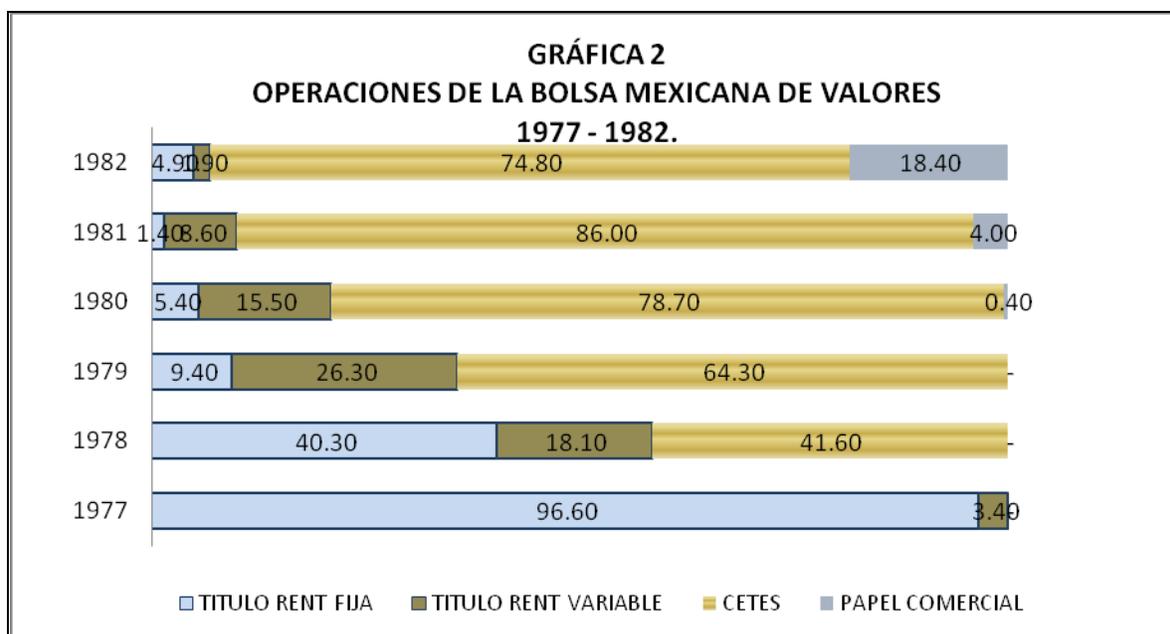
Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Mundial

El gobierno de López Portillo tomó diversas medidas para impulsar el mercado bursátil, tales como: la canalización de recursos de la banca privada para capitalizar las instituciones bursátiles, fomento a la creación de las casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales, autorizar la revaloración de los activos de las empresas cotizadoras, promulgación de la exención fiscal a las ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero, así como la inyección directa de recursos públicos en el mercado.

El gobierno buscó mecanismos de financiamiento mediante la emisión de certificados de la tesorería y petrobonos; es decir, se establecieron mecanismos a través de los cuales la deuda pública interna comenzó a tomar gran importancia. En el caso de los CETES, su principal atractivo radica en que presentaron rendimientos altos. En cuanto a los petrobonos, su preferencia fue motivo de la indexación de este activo de las variaciones del precio del petróleo; mientras que el importe operado de las acciones de renta variable creció en proporción total de 3.4% en 1977 a 26.3% en 1979; las rentas fijas cayeron de 96.6% a 9.4% respectivamente. En cambio para 1978 la participación de los petrobonos alcanzó el 1.7% y los CETES en su primer año de colocación representaron el 41.7% del total.⁸³

⁸³ Ibidem, Pág. 32.

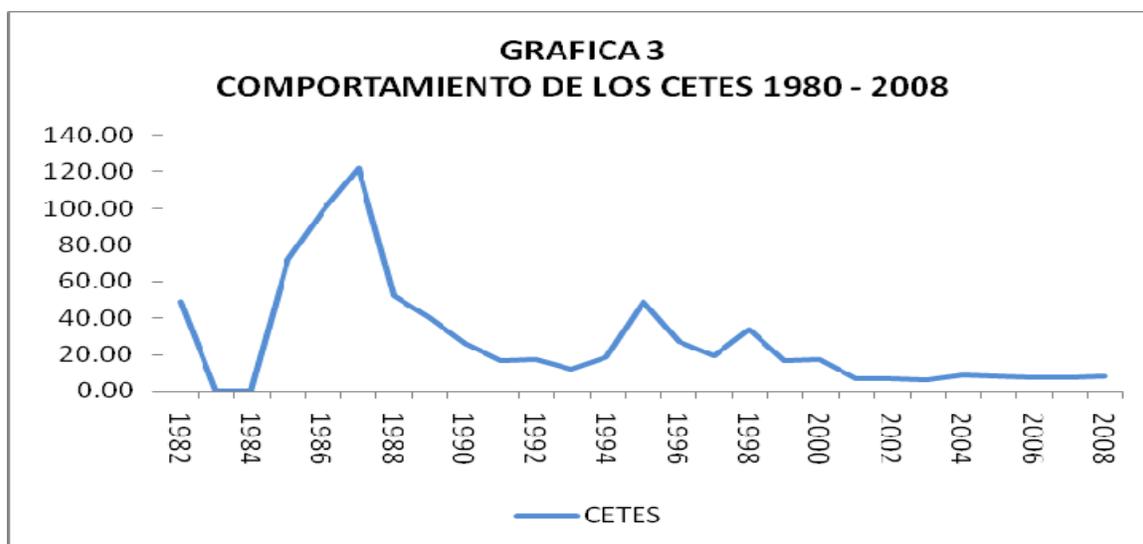
Tres indicadores muestran los alcances y límites de este empuje, la introducción de los petrobonos y los CETES, el crecimiento del mercado accionario y la reducción del porcentaje de financiamiento otorgado por el mercado de valores, respecto al total del sistema financiero y bancario, con respecto a los primeros, para 1977 los títulos de renta fija gubernamentales en circulación representaron diez veces el importe total operado en 1979 que fueron del 9.4%, (ver gráfica 2).



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores, *Anuario bursátil*, varios años

Para 1979 se reduce drásticamente la tenencia de títulos gubernamentales, donde sólo representaron para ese año un 2.7% de la tenencia total. En particular disminuye la tenencia de los CETES que pasa de 8.2% en 1978 a 2.0% en 1979; respecto al sector no bancario (empresas y particulares), se observaron también cambios muy importantes ya que elevó sustancialmente la tenencia de los títulos gubernamentales al pasar de 10.2% en 1975 a 27.7% en 1979; en particular de bonos 14.9% y en menor medida CETES y petrobonos 10.5 en conjunto. En segundo lugar, se reduce significativamente su tendencia de los bonos bancarios de 82.6% en 1975 a 52.7% en

1979; y eleva los bonos emitidos por empresas y particulares de 6.2% en 1975 a 19.6% en 1979.⁸⁴ Además los CETES tuvieron una tendencia a reducir significativamente a partir de 1988 (ver gráfica 3).



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores, *Anuario bursátil*, varios años

La introducción de petrobonos y Cetes, el crecimiento del mercado accionario y la reducción del porcentaje de financiamiento otorgado por el mercado de valores respecto al total del sistema financiero y bancario, son indicadores que muestran que los alcances y límites del mercado de valores en México. Para 1975 los títulos de renta fija gubernamentales en circulación representaron más de la mitad del importe total operado, y para 1979 fueron del 74% (ver cuadro 3).

⁸⁴ Ibidem, Pág. 35.

CUADRO 3 TÍTULOS DE RENTA FIJA EN CIRCULACIÓN MÉXICO: 1975-1979 (Estructura porcentual)				
Emisor	1975	1977	1978	1979
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Gobierno	54.6	63.5	71.3	74.0
Gobierno Federal	53.6	62.8	70.5	73.2
Bonos	53.6	62.4	65.2	66.0
CETES	0.0	0.0	4.7	6.0
Petrobonos	0.0	0.4	0.6	1.2
Patronato Ahorro Nacional	1.0	0.7	0.8	0.8
Bancarios	42.3	28.0	20.3	18.6
Banca Nacional	11.1	8.5	7.5	5.6
Banca Privada	31.2	19.5	12.8	13.0

Fuente: Elaboración con base en datos de López González, Teresa (2001). *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México*. Ed. Plaza y Valdés- UNAM- Acatlán. México. Pp. 34.

El auge accionario en 1979 fue resultado directo de la devaluación de 1976, y afectó a las empresas de dos formas; por una parte, las empresas endeudadas en dólares tuvieron pérdidas cambiarias, por otra parte, la crisis económica de 1976 provocó la recesión de 1977, misma que afectó los resultados financieros de las empresas.

Durante el período 1978-1979 se presentaron hechos que evidenciaron el carácter financiero- especulativo que irían asumiendo los excedentes petroleros; en primer lugar, el impulso al mercado de valores no generó un modelo financiero que innovara los instrumentos de captación de fondos y financiamiento del sector público, que evitara una relación directa entre el déficit gubernamental y la emisión primaria de dinero; por el contrario, dicho impulso se tradujo en una reorientación significativa de las fuentes de financiamiento. De ahí que entre 1978 y 1979, el endeudamiento por la emisión primaria creciera en 170.8% mientras que el externo lo hizo en 150%; el importe total operado durante esos años creció, gracias al auge que tuvo la operatividad de las acciones empresariales y la emisión de los CETES.

Otro elemento explicativo del auge y el desplome bursátil del período 1978–1979, fue la elevación del mercado accionario, que fue estimulada a través de diversas medidas de carácter fiscal orientadas a modernizar el sistema de capacitación y financiamiento empresarial de largo plazo y en moneda nacional. El índice de cotización de la bolsa, que en 1977 había crecido 52%, se incrementó a 132% en 1978, lo que significó la mayor tasa mundial de crecimiento de ese año. Sin duda frente a las tasas de interés reales negativas y a la creciente liquidez de las empresas, debido a las utilidades que recibieron, el mercado bursátil representó una opción excelente, al mismo tiempo que existían fuerzas económicas para su expansión; no obstante, ese crecimiento bursátil se dio en un ambiente especulativo general.

En 1978 en pleno auge, la bolsa no constituyó un instrumento de financiamiento directo; es decir, no cumplió con su función de proporcionar recursos a las unidades productivas, donde su función principal era lanzar nuevas emisiones al mercado. En efecto, el movimiento de la Bolsa Mexicana de Valores⁸⁵ en 1978, no se apoyó en nuevas emisiones, por el ambiente de creciente especulación donde la demanda aumentó y las acciones cambiaron de mano con asombrosa rapidez buscando incrementar el valor del principal. Cabe mencionar que el auge accionario de 1978 contó con el impulso del crédito bancario.

Al respecto, se pueden observar dos características importantes que son consecuencia de la expansión de la bolsa al inicio de los ciclos industriales; por una parte, desde sus inicios fue altamente especulativa; por otra, fueron fundamentalmente las acciones emitidas en períodos anteriores en las que circularon de manera desenfrenada. Esto permitió afirmar, que fueron los tenedores de los paquetes accionarios los que aprovecharon el auge para desprenderse de las acciones y acceder a otros mecanismos de financiamiento para sus empresas. En 1979 empezaron a exponerse

⁸⁵ La Bolsa Mexicana de Valores, es un espacio de operación de los grupos financieros mexicanos donde los bancos, mediante sus casas de bolsa, sus empresas y sus sociedades de inversión determinan las estrategias financieras.

emisiones primarias, es decir, cuando algunas empresas comenzaron a utilizar la bolsa como fuente de financiamiento directo se produjo el primer desplome de la actividad bursátil, ello confirma la aseveración de que ese auge no coincidió con la expansión de ese año, sino que estuvo caracterizado por una especulación orientada a otros fines.⁸⁶

Hacia fines de 1979, el mercado de valores presentaba las siguientes características:⁸⁷

- i) Un relativo crecimiento respecto a los años anteriores, pero al mismo tiempo una tendencia al estancamiento;
- ii) Un carácter altamente concentrado y ligado a los bancos privados;
- iii) Una recomposición en su estructura, ya que una parte de los títulos de renta fija bancarios perdieron importancia frente a los de la deuda pública y renta variable pero al mismo tiempo el predominio del mercado de dinero sobre el mercado de capitales; y
- iv) Un crecimiento de operatividad con acciones, resultado de la expansión de las operaciones secundarias .

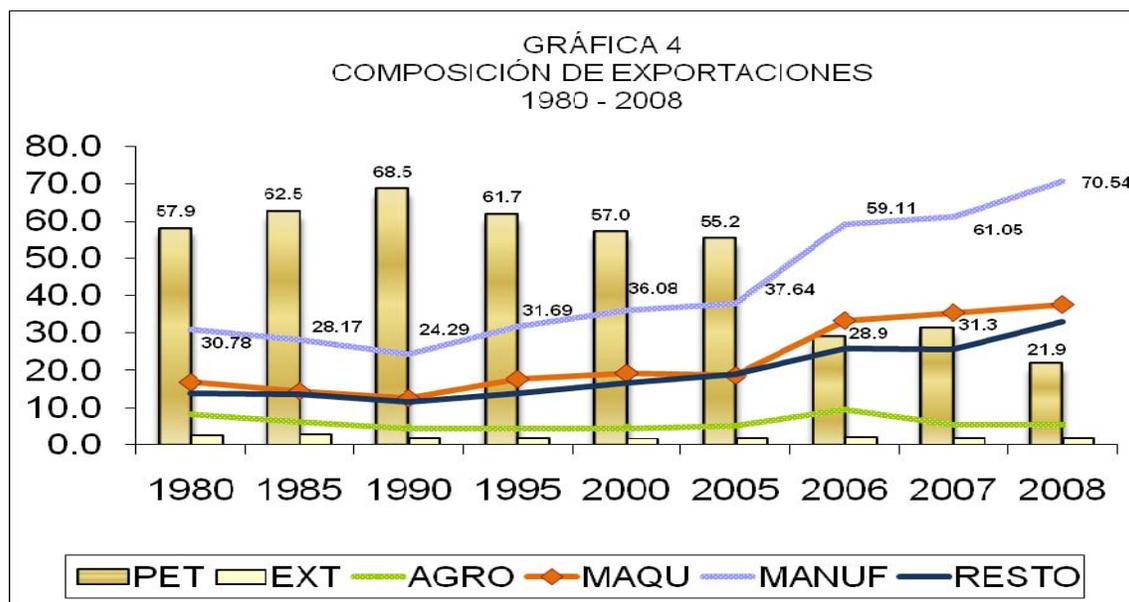
Desde mediados de 1979, las exportaciones no petroleras empezaron a declinar, mientras que las importaciones de mercancías crecieron a una tasa del 30% alcanzando incrementos superiores a los de los ingresos por exportación de petróleo. Este importante incremento en las importaciones y el atraso del sector manufacturero son a su vez, una constancia de los tres factores ligados entre sí: la política de la liberación de importaciones iniciadas en el período 1976 -1978; la reevaluación progresiva del tipo de cambio real entre 1978 y 1979, y el crecimiento insuficiente de la capacidad productiva en la industria no petrolera.

En la gráfica 4 y cuadro 4 se observa que el inicio de la década de los ochenta, la estructura de las exportaciones se caracterizó por un importante componente de

⁸⁶ Ibidem, Pág..44.

⁸⁷ Ibidem, Pág.47.

productos primarios sobre todo petroleros (57.9%), mientras que las exportaciones manufactureras 30% y maquiladoras sólo representaron el 13%.



Fuente. Elaboración propia con base en datos del INEGI.

Uno de los puntos centrales del proceso de reformas iniciados en los años ochenta fue el desmantelamiento de las restricciones al comercio internacional; eso con el fin de dar eficiencia y modernizar la economía nacional, pero también con el interés de reprimir el crecimiento en precios asociado a los elevados aranceles. Las primeras medidas en este sentido, comenzaron a instrumentarse en 1983 con una reducción gradual del nivel y dispersión de los aranceles.

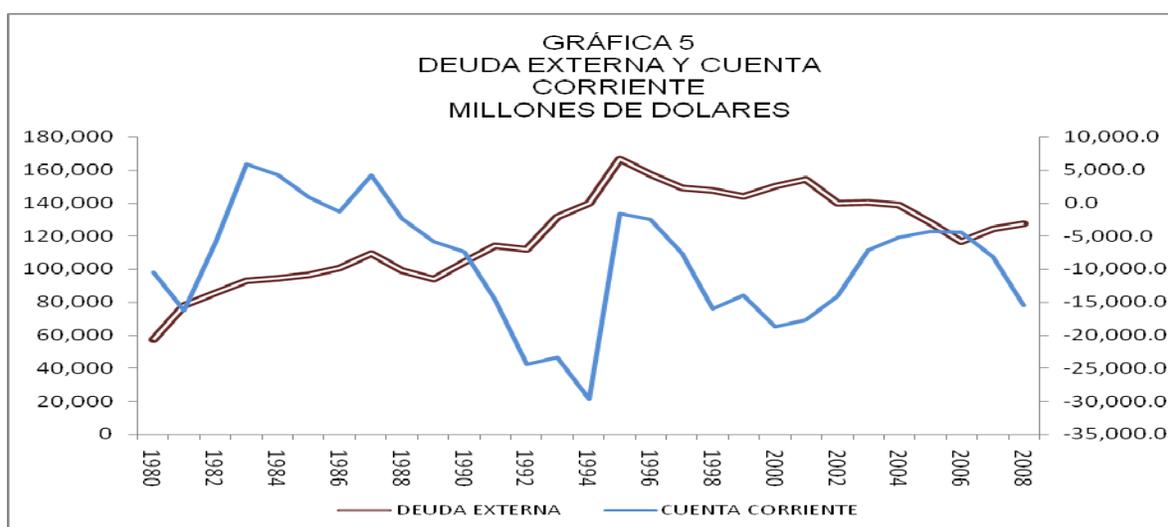
3.2. Crisis y ajuste macroeconómico: el mercado internacional de capitales y fragilidad financiera 1980–1995.

En el marco de fragilidad financiera y dependencia del petróleo, las exportaciones petroleras representaron el 72% de las exportaciones totales, por lo que éstas jugarían un papel estabilizador en la economía internacional. Después de 1979, la economía mexicana experimentó dos choques externos. El primero fue la duplicación del precio internacional del petróleo y el alza de las tasas de interés externas en 1979 y 1980, que tuvo en su conjunto un efecto favorable sobre la balanza de pagos del país. En efecto, los ingresos petroleros fueron el doble de lo que proyectaron originalmente y el aumento en las tasas de interés (aún bajas en términos reales), fue acompañado de una disponibilidad casi ilimitada de préstamos externos. Este primer choque externo fue erróneamente interpretado por el gobierno mexicano ya que se consideró el alto precio del petróleo como un rango permanente de la economía internacional, mientras que los incrementos en las tasas de interés fueron interpretados como un fenómeno temporal. Esta visión reforzó la política de liberalización de las importaciones así como la tendencia a la sobrevaluación real del tipo de cambio y la expansión fiscal. Hacia 1981, el optimismo continuaba pese a que el precio del petróleo seguía descendiendo debido a la recesión de Estados Unidos y a que la tasa de interés continuaba repuntando, situación que prepararía el segundo choque.⁸⁸

Las expectativas del gobierno mexicano fueron compartidas por la banca privada internacional, que en 1981 duplicó su crédito hacia México para responder a la creciente demanda de préstamos externos promovida por el gobierno, y que a su vez ampliaba el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, ese optimismo no fue compartido por el sector privado, el cual después de haberse endeudado considerablemente en el exterior entre 1979 y 1980, inició en la primera mitad de 1981 una especulación contra el peso y más de 20 millones de dólares huyeron del país en aproximadamente 18

⁸⁸ Ibidem. Pág. 48.

meses. Por otro lado el, restablecimiento de los flujos de capital externos les permitieron financiar el déficit de la cuenta corriente. El crecimiento acelerado empieza a manifestarse en el déficit de la balanza de cuenta corriente, que pasó de 3,155 en 1978, a 5,890 millones de dólares en 1982, generado en parte, por el pago de intereses de la deuda externa; en consecuencia, la deuda externa generaba y reproducía el desequilibrio externo (ver la gráfica 5).

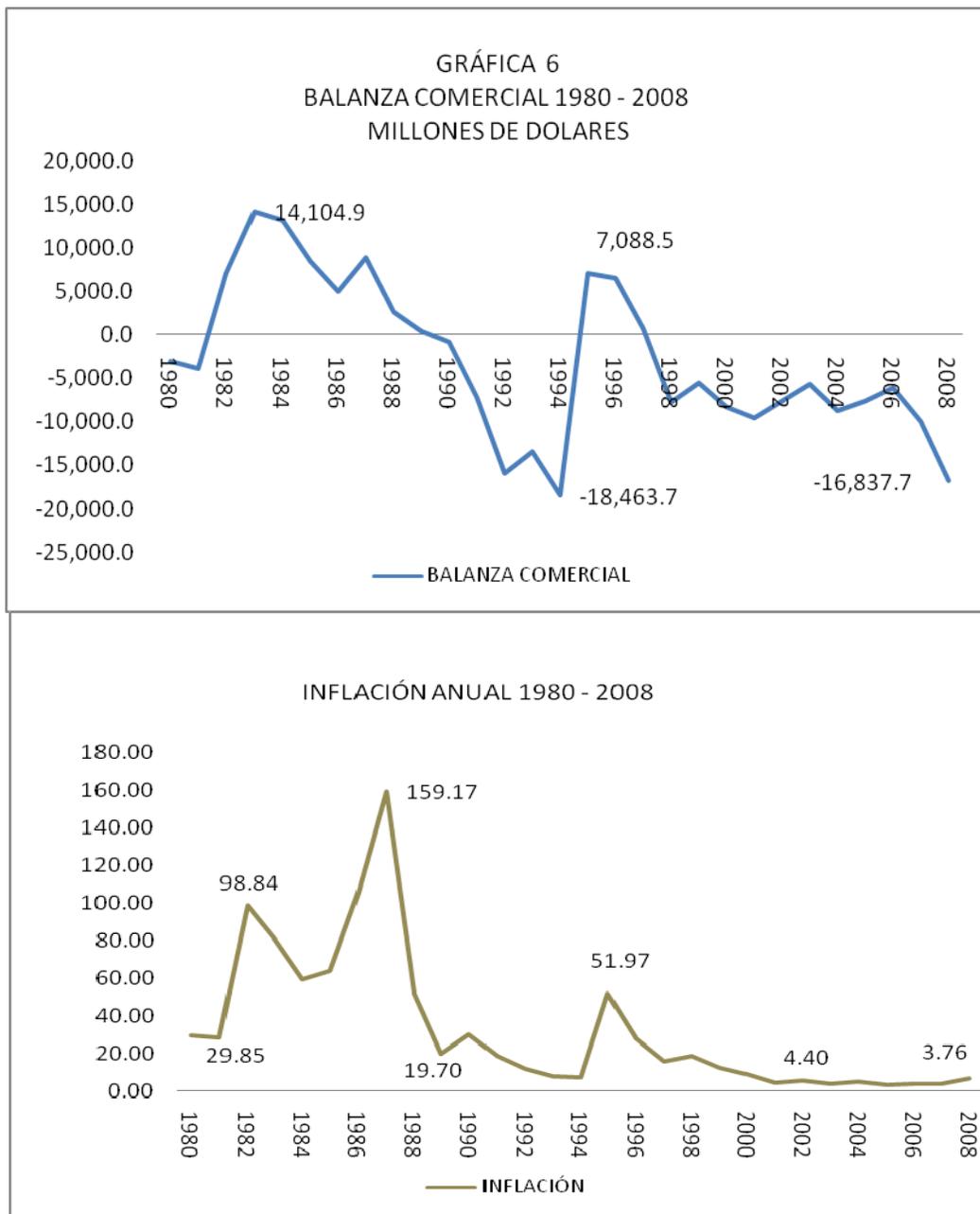


Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México

La magnitud de la fuga fue tal, que absorbió el 36 % del valor de las exportaciones de mercancía y el 65% de los desembolsos de la deuda externa para 1982. Cabe mencionar que ya desde 1979 fueron evidentes las divergencias entre los grupos empresariales y el gobierno respecto al uso de los excedentes petroleros; por una parte el sector gubernamental insistía en la utilización de excedente petrolero para resolver los cuellos de botella en la estructura industrial, incluyendo la diversificación de las exportaciones petroleras; y por otra parte, el sector privado estaba en contra de ello.

Para 1981 fue evidente la desaceleración del crecimiento económico; la tasa del crecimiento del PIB disminuyó al igual que la de las manufacturas, construcción comercio y servicios y la inversión pública y privada nacional y extranjera. La tasa de

inflación pasó de 29.8% en 1980 a 98.8% en 1982, en este último año la balanza comercial se volvió superavitaria, pero el saldo se destinó al pago de deuda externa, como lo muestra la grafica 6.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México

La fuga de capitales creció en 93.2% en 1981 y en 1982 sólo creció un 42% ya que las reservas internacionales del Banco de México se habían agotado. Hacia principios de 1982, el precio del petróleo continuaba bajando, la fuga de capitales se encontraba en un máximo nivel y casi la mitad de la deuda externa del país debía ser amortizada o refinanciada durante los siguientes 12 meses. Bajo estas circunstancias, el gobierno adoptó una política fiscal contraccionista acompañada de devaluaciones del tipo de cambio, manteniendo la libre convertibilidad del peso. La política fiscal impuso recortes en el gasto público real, particularmente en la inversión,⁸⁹ aumento en los precios públicos y disminución de subsidios a los alimentos básicos. Por otra parte, el Banco de México se retiraba del mercado cambiario, lo que condujo a una devaluación del peso.

Estos acontecimientos marcaron el punto de partida de la recesión y el inicio de un acelerado proceso inflacionario. La caída de la demanda agregada fue encabezada por la inversión privada, provocado por los efectos contraccionistas en la inversión pública, así como otros factores, entre ellos el cambio radical de las expectativas cambiarias, pese a la magnitud de las devaluaciones, lo que condujo a un fuerte aumento de la rentabilidad esperada de la inversión financiera en activos externos y en relación con la rentabilidad de la inversión productiva local. La rentabilidad actual y futura de la inversión interna, se vio disminuida por el incremento de los precios de los bienes de capital importado y del valor real de la deuda externa de las empresas, ambos fenómenos fueron resultado de la devaluación, así como de la depresión de los activos físicos, determinado en parte por la masiva fuga de capitales.

⁸⁹ La inversión se identifica con la formación de capital. Esta consiste en el aumento del o fondos en edificios, equipos y existencias, Samuelson-Nordhaus (1986). La inversión es el gasto dedicado a incrementar o mantener el stock de capital, Dornbusch-Fisher (1988). La economía política marxista la asocia con la reproducción (simple o ampliada) del capital. Pero además de la inversión tiene un carácter financiero, ésta es la que realiza en acciones de empresas, caso en los cuales, no necesariamente se produce un incremento del capital, en consecuencia, si se trata de una emisión nueva, cuyo valor será destinado a las nuevas unidades de producción y a la ampliación de empresas existentes, se puede considerar que se trata de inversiones productivas, pero si se hace referencia a la compra-venta de acciones que tenían propietarios particulares, se trata de una simple transacción financiera, que también es considerada como una inversión por parte de quien las adquiera. Por lo tanto, el concepto de inversión se vincula a los dos temas centrales: a la información y mantenimiento de capital productivo, mercantil (comercial) y financiero y a la búsqueda de crédito, interés y/o ganancia.

Para agosto de 1982 cuando las reservas internacionales estaban casi por agotarse, el flujo de crédito externo se irrumpió drásticamente y le siguieron más devaluaciones, junto con el establecimiento de un sistema dual de cambio, por lo que el gobierno mexicano declaró la imposibilidad de continuar pagando la deuda externa, dando así comienzo la crisis de la deuda.

El pago de intereses sobre la deuda externa aumentó en más de 2 millones de dólares entre 1980 y 1982, lo que se tradujo en una disminución abrupta de las transferencias netas del exterior para 1982, en este año dichas transferencias, sólo representaron el 1.4% del PIB, después de haber alcanzado casi tres puntos porcentuales en el año anterior.

El surgimiento del problema de la deuda se explica, en parte por el aumento de las tasas de interés y la caída en el precio de muchas materias primas. En agosto de 1982, la comunidad financiera internacional continuaba afirmando que el problema de la deuda de México era de liquidez y que la concesión de nuevos créditos, aunque en menor monto que en años anteriores, facilitaría la transición y contribuiría a evitar el repudio de la deuda, de manera que no se viera afectada la solvencia de los acreedores comerciales. Debe reconocerse que parte de la deuda externa contraída sirvió para financiar consumo e inversión de escasa rentabilidad y fuga de capitales, gasto que en alguna medida refleja errores de política económica, mismos que mermaron la capacidad de pago de México. Estas circunstancias económicas se agravaron por el conflicto político entre el gobierno y los grupos financieros, el presidente López Portillo anunció la nacionalización de la banca privada y la adaptación de un régimen de control de cambios, pero fue demasiado tarde, ya que las reservas internacionales se habían agotado y la crisis de la deuda externa irrumpía con fuerza. Podemos ver el comportamiento del sector externo en relación a la deuda pública como porcentaje al PIB que va teniendo un comportamiento de la deuda pública interna a incrementarse con respecto a la deuda pública externa a partir del 2001 (ver cuadro 5).

Así como en el cuadro 7 observamos la deuda bruta por tipo de instrumento y su comportamiento.

Los movimientos de capital hacia el país y en el mercado internacional de capitales, se vuelven relevantes hacia los años setenta, hecho que estuvo acompañado del abandono de los acuerdos de Bretton Woods. Entre las diversas crisis financieras después de estos años, incluida la crisis de 1994 y el efecto tequila, fueron resultado de un notable crecimiento de las entradas de capital que al parecer no tienen conexión con cambios repentinos en las condiciones económicas, sino que están más bien relacionadas con el retiro de los cambios sobre la cuenta de capitales, políticas monetarias restrictivas, privatizaciones y descensos de la tasas de interés de otras economías y la multiplicación de instrumentos de inversión. Es por esto que se afirma que existe un tipo de crisis, posterior a la caída del modelo de desarrollo de la posguerra, caracterizado por la desregularización de los flujos de capital y políticas antiinflacionarias, apoyadas por favorables diferenciales entre la tasa de interés local y la internacional que llevan a altos niveles de déficit en la cuenta corriente y con una tasa de cambio real apreciada.⁹⁰ Las políticas monetarias antiinflacionarias están conducidas hacia objetivos locales, como el poder adquisitivo de la población y las señales de los ahorradores.⁹¹

En 1979 las importaciones crecieron respecto al año anterior a una tasa del 45% y en 1980 el ritmo aumentó a 73.6%, pero no solamente el déficit fiscal afectó el engrosamiento de las actividades estatales se hace presente en las cifras de déficit del sector público, el cual alcanza el 8% del PIB en 1981, y el 7.3% en 1982, habiendo estado en 3% en 1980,⁹² el saldo de la cuenta corriente, por otro lado el pago de la

⁹⁰ Jan Kregel, "Flujos de Capital, Banca Mundial y Crisis Financiera después de Bretton Woods", en *Comercio Exterior*, Vol. 49 núm. 1, México, 1999, p7.

⁹¹ Poder Ejecutivo Federal, Plan Nacional de Desarrollo 1995 – 2000, *Secretaría de Hacienda y Crédito Público*, México, 1995, p, 150.

⁹² Nora Lusting, *México, Hacia la Reconstrucción de una Economía*. Fondo de Cultura Económica. Primera Edición en Español, México, 1994 p. 52.

deuda aumentaron, conforme lo hicieron las tasas de interés en la economía estadounidense con la administración de Reagan⁹³ y para 1982 la deuda externa total ascendió a 92,400 millones de dólares.⁹⁴

CUADRO 5						
SECTOR EXTERNO						
AÑOS	DEUDA PÚBLICA (como porcentaje del PIB)			FLUJOS DE CAPITAL EXTERNOS (Estructura porcentual)		
	Total	Interna	Externa	Total	IED	IEC
1988	59.0	24.8	34.2	100	74.23	25.77
1989	53.7	23.7	30.0	100	87.56	12.44
1990	47.8	21.0	26.9	100	43.58	56.42
1991	38.1	16.0	22.1	100	27.19	72.81
1992	28.6	11.6	17.0	100	19.58	80.47
1993	25.7	10.4	15.3	100	13.22	86.78
1994	36.3	12.5	23.7	100	56.21	43.79
1995	41.7	8.9	32.8	100	-5056.93	5156.33
1996	31.9	7.6	24.3	100	40.37	59.63
1997	26.4	8.5	17.9	100	71.81	28.19
1998	28.4	9.5	18.9	100	92.48	7.51
1999	25.8	10.5	15.4	100	53.56	46.44
2000	23.3	11.5	11.8	100	106.71	-6.71
2001	22.3	12.2	10.1	100	89.13	10.87
2002	23.7	13.4	10.3	100	104.42	-4.42
2003	23.9	13.6	10.3	100	82.24	17.76
2004	22.2	13.0	9.3	100	81.87	18.13
2005	21.1	13.5	7.5	100	72.38	27.62
2006	21.5	16.3	5.1	100	93.71	6.29
2007	22.0	17.1	4.8	100	64.87	35.13
2008	25.8	20.0	5.8	100	79.63	20.37

FUENTE: Elaborado por la CEFM de la H. Cámara de Diputados con base en datos de la cuenta de hacienda federal 1980 - 2005

Con la crisis de la deuda los créditos de la banca privada internacional comenzaron a disminuir hasta casi desaparecer (ver cuadro 6). La decisión de nacionalizar la banca desalentó completamente el flujo de los capitales, además de crear un problema de

⁹³ Ramón Sánchez Tabares y Alfredo Sánchez Daza, "Desregulación y Apertura del Sector Financiero Mexicano", en *Comercio Exterior* vol. 50 núm. 8 México, 2000.

⁹⁴Lusting, , op. cit p54.

insolvencia de pagos. A eso se sumó la caída de los precios del petróleo, que fue uno de los detonantes de la crisis a mediados de 1981.⁹⁵

CUADRO 6				
CRÉDITO INTERNO				
1970-1981				
(Estructura porcentual y proporción del PIB)				
Año	Crédito Interno			Inversión pública/ PIB
	Total	Público	Privado	
1970	100.00	- 1.00	101.00	6.57
1971	100.00	14.00	86.00	4.32
1972	100.00	12.00	88.00	5.24
1973	100.00	12.00	88.00	5.46
1974	100.00	2.00	98.00	4.62
1975	100.00	8.00	92.00	4.83
1976	100.00	12.00	88.00	3.67
1977	100.00	11.00	89.00	2.69
1978	100.00	14.00	86.00	2.80
1979	100.00	33.00	67.00	2.60
1980	100.00	33.00	67.00	2.25

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios años.

El agotamiento del modelo de industrialización por sustitución de importaciones fue evidente; no sólo se hizo patente en el creciente déficit en cuenta corriente, sino también en la erosión de la sustitución de importaciones, ya que la elasticidad producto de las importaciones (propensión a importar) creció considerablemente durante 1978–1981, la fase de mayor expansión económica.⁹⁶

El período entre 1982–1988 estuvo caracterizado por altos niveles en la tasa de inflación, las devaluaciones y los ajustes de orden restrictivo para la estabilización macroeconómica, que agudizaron las carencias sociales. El crecimiento de los precios, que en el periodo 1978–1981 alcanzaron niveles del 23.6%, en 1982 y 1983 crecieron al ritmo de 98.8% y 80.5% respectivamente.⁹⁷ El programa de Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), puesto en marcha en 1983, tuvo como principal

⁹⁵ Carlos Tello, *La Nacionalización de la Banca en México*, Siglo veintiuno editores, tercera edición, México, 1987.

⁹⁶ *Ibid.*, p.69.

⁹⁷ Pedro Aspe, “Estabilización Macroeconómica y Cambio Estructural. La experiencia de México 1982-1988”, en *Trimestre Económico*, núm. 73 FCE, México, 1992, p.75.

propósito frenar la inflación, mediante la corrección de las finanzas públicas y la drástica devaluación del peso al inicio del programa⁹⁸ (ver cuadro 8).

CUADRO 7 DEUDA BRUTA POR TIPO DE INSTRUMENTO ESTRUCTURA PORCENTUAL / VALORES/1								
AÑOS	TOTAL	CETES	BONDES/ 2	BONDES D	BONOS A 3,5 7,10,20Y 30 AÑOS	AJUSTA BONOS	UDIBONOS	OTROS/3
1985	100	93.80						6.20
1990	100	47.36	43.41			7.03		2.19
1991	100	44.16	36.64			18.59		0.61
1992	100	43.93	28.39			27.02		0.66
1993	100	58.63	13.14			25.37		2.85
1994	100	22.97	4.94			17.45	3.11	54.64
1995	100	33.29	34.05			31.17	26.92	1.49
1996	100	36.21	43.71			16.72	41.47	
1997	100	40.17	36.75			7.01	35.24	
1998	100	32.28	44.48			3.30	26.52	
1999	100	27.71	54.62				20.59	
2000	100	29.90	49.07		5.83		16.46	
2001	100	27.40	43.91		15.36		12.27	
2002	100	24.21	38.46		25.66		10.65	
2003	100	21.58	37.08		32.58		9.97	
2004	100	23.24	29.88		38.75		14.95	
2005	100	24.57	24.51		42.80		16.36	
2006	100	22.04	13.68	9.22	45.16			
2007	100	20.22	9.96	10.87	47.55			

1/ Se reportan datos a partir de la creación de los instrumentos.
2/ Incluye BONDES especiales a 10 años para 1991 y 1992.
3/ Corresponde a instrumentos no vigentes.
Fuente: Secretaria de Hacienda y Crédito Público.

⁹⁸ Lusting, op, cit. p.50.

CUADRO 8 INDICADORES DE INFLACIÓN, CRECIMIENTO Y SECTOR PÚBLICO 1970-1981						
Año	Crecimiento del PIB	Cuenta corriente de la balanza de pagos	Cuenta corriente/PIB	Déficit financiero/PIB	Balance económico primario/PIB	Tasa anual de inflación
1982	- 0.50	226.00	4.70	17.90	- 7.30	98.90
1983	- 5.30	458.00	9.90	8.60	4.20	80.80
1984	3.50	449.00	9.40	8.50	4.80	59.20
1985	2.70	378.00	7.70	9.60	3.40	64.30
1986	- 3.80	448.00	9.50	15.90	2.10	105.70
1987	1.70	510.00	0.60	16.10	5.40	159.20

Nota: La cuenta corriente está dada en miles de millones de dólares; El déficit financiero entre el PIB es igual a la diferencia entre el ingreso total del sector público y su gasto total más el monto de la intermediación financiera; el balance económico primario entre el PIB es igual a la diferencia en el ingreso total del sector público, menos los gastos totales, excluyendo el pago de intereses.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de López González, Teresa (2001). *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México*. Ed. Plaza y Valdés-UNAM-Acatlán. México. Pp. 60

Entre 1985 y 1987, el mercado de valores en México presentó un auge extraordinario, el cual produjo una burbuja bursátil que dio lugar al crack de 1987. En este sentido, son cuatro los factores que aceleraron el crecimiento de las operaciones bursátiles:

- 1) La extraordinaria bursatilización de los títulos de valores de corto plazo de la deuda pública interna;
- 2) El establecimiento del marco legal que fortaleció a los intermediarios financieros no bancarios, particularmente a las casas de bolsa;
- 3) La conformación de sociedades de inversión de riesgo y deuda; y
- 4) El auge del mercado accionario que permitió ampliar el mercado de valores y los fondos captados por las empresas (titularización de los activos financieros).⁹⁹

El cuadro 9 muestra que a partir de 1985 el mercado de capitales tuvo un comportamiento dinámico ya que de 6.8% en 1982, pasa a 9.3% en 1987. No obstante,

⁹⁹ Cruz Díaz, Felipe. *Liberalización financiera y comportamiento del mercado de valores en México 1998-2000*. Tesis de Licenciatura. FES-Acatlán UNAM. México, 2003. Pág. 93.

el dinamismo de la bolsa estuvo marcado por el mercado de dinero, particularmente por los CETES, que pasó de 74.7 a 78% en los mismos años.

CUADRO 9 BOLSA MEXICANA DE VALORES 1982-1987 (Estructura porcentual)					
Año	Total	Mercado de Capitales	Mercado de Dinero		
			CETES	OTROS	TOTAL
1982	100.00	6.80	74.70	18.40	93.10
1983	100.00	5.70	85.30	9.00	94.30
1984	100.00	6.80	89.90	3.80	93.20
1985	100.00	8.10	77.10	14.80	91.90
1986	100.00	9.00	54.20	36.70	90.90
1987	100.00	9.30	78.00	12.60	90.60

Fuente: Elaboración con base en datos de Cruz Díaz, Felipe (2003). *Liberalización financiera y comportamiento del mercado de valores en México 1988-2000*. Tesis de Licenciatura. UNAM-Acatlán. México. Pp. 94

El papel privado tuvo una participación destacada en el auge accionario. El sucesivo desplome del índice de cotizaciones en octubre de 1987, puso en evidencia el carácter especulativo del mercado bursátil al retardar el crecimiento del ahorro y frenar el crecimiento económico. Dicha situación, evidencia la necesidad de que se iniciara una verdadera modernización del mercado de valores, sobre todo después de la caída de los precios de las acciones.

La inestabilidad del mercado bursátil generada por la especulación, estuvo incentivada por la subvaluación del tipo de cambio, que en 1986 representaba más del 50%, que provocó que los inversionistas esperaran para 1987 un menor movimiento de la inflación y de las tasas de interés; a esto se le sumó el ambiente optimista en el mercado accionario que aceleraron el auge pronosticado para 1987. En este sentido, también influyó el hecho de que la bolsa estaba por encima de su valor contable y la abundante liquidez que existía en la economía.¹⁰⁰

¹⁰⁰ Huerta González, Arturo. *La política neoliberal*. Ed. Diana. 1999, México.

CAPÍTULO III FRAGILIDAD FINANCIERA E INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES: 1988–2006.

En el cuadro 10 y gráfica 7 se observa que en 1986 el índice accionario obtuvo una ganancia de 311.6% en términos nominales y del 14.4% en pesos reales; por su parte, el valor de las acciones alcanzaron los 33 mil millones de pesos, lo que significó un crecimiento nominal de 1,134% respecto a 1982.

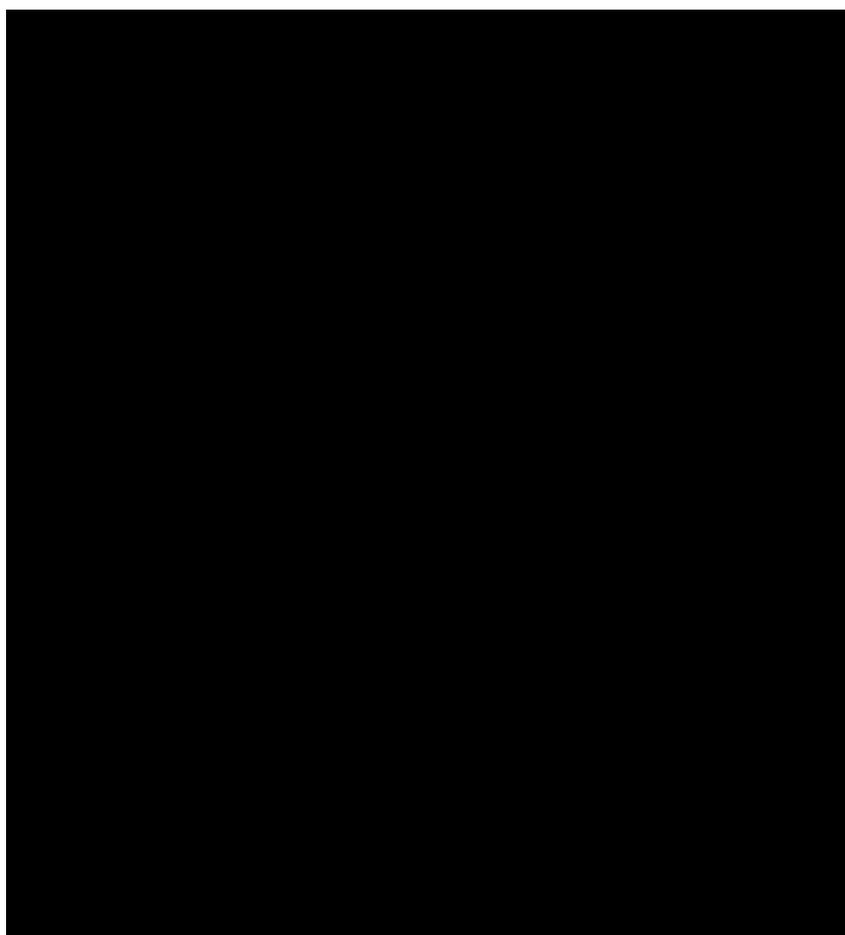


Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

CUADRO 10 INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES MERCADO ACCIONARIO 1982-2000				
AÑO	IPyC Nominal	Rendimiento Nominal (%)	IPyC real	Rendimiento real (%)
1982	1.98	-21.00	21.30	-64.11
1983	1.98	224.40	42.69	100.40
1984	1.98	71.90	44.19	3.50
1985	1.99	171.60	74.85	69.38
1986	1.99	311.60	153.03	14.40
1987	1.99	124.30	132.67	-13.80
1988	211.53	105.45	92.57	-30.23
1989	418.93	98.05	418.93	352.55
1990	628.79	50.09	404.46	-3.45
1991	1,431.46	127.65	775.12	91.64
1992	1,759.44	22.91	851.15	9.81
1993	2,602.63	47.92	1,165.72	36.96
1994	2,375.66	-8.72	993.88	-14.74
1995	2,778.47	16.96	764.94	-23.03
1996	3,361.03	20.97	724.58	-5.28
1997	5,229.35	55.59	974.22	34.45
1998	3,959.66	-24.28	621.94	-36.16
1999	7,129.88	80.06	997.06	60.31
2000	5,652.19	-20.73	725.42	-27.24

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

La burbuja especulativa fue alimentada por las elevadas tasas de interés, que llegaron a niveles históricos; los CETES alcanzaron el 81.5% en 1986, y 88.3% en 1987; las tasas para certificados de depósito a un mes, pasaron de 90.2% a 116%, respectivamente como se observa en el cuadro 11.



La desregulación y apertura financieras permitieron que en 1988 comenzaran con las operaciones del sector bancario, cuyo objetivo fue que el sistema bancario retomara su participación en la intermediación financiera de México. Una de esas medidas fue la liberalización de las aceptaciones bancarias, permitiendo la participación de este sector

en el mercado de dinero, el cual estaba reservado para la bursatilidad del mercado accionario.¹⁰¹

La desregulación de los mercados financieros internacionales permitió que se instrumentara la estrategia de modernización y desregulación del sistema financiero mexicano y por lo tanto, que se modificara el marco normativo legal del sector financiero, entre las principales reformas de encuentran:

- i) La reprivatización bancaria y el cambio en el régimen de la prestación del servicio público de banca y crédito;
- ii) Modificación a la Ley del Mercado de Valores y Promulgación de la Ley para regular las agrupaciones financieras;
- iii) Establecimiento del Programa Nacional de Desarrollo;
- iv) La nueva Ley de inversiones extranjeras; y
- v) Las reglas para el establecimiento de filiales de instituciones financieras del exterior.

En este proceso de modernización y desregulación del sistema financiero se pueden distinguir tres etapas; la primera, se inicia con la reprivatización bancaria y la liberalización de operaciones financieras; la segunda, está caracterizada por la expansión de las actividades bancarias y bursátiles; y la tercera, estuvo determinada por la creación de nuevos intermediarios y agentes institucionales, así como productos, servicios e instrumentos.

En efecto, los bancos fueron privatizados en 1991 (ver cuadro 12), lo que representó una opción de recapitalización y modernización para el sector; éstos fueron algunos los cambios en la desregulación del sistema financiero nacional; es importante señalar que se llevó acabo una sustitución del endeudamiento por la inversión extranjera. En efecto, la privatización de la banca dio origen a la modificación de prestación del servicio

¹⁰¹ La bursatilización de una acción se refiere a la facilidad que tiene un inversionista de comprar o venderla durante un corto periodo. La mejor medida de la bursatilidad es el valor operado de una determinada acción.

público de banca y crédito, con lo cual existía una diferenciación entre la participación financiera del sector público y del sector privado.

CUADRO 12		
15 Bancos Privatizados en 1990 - 1991.		
Nombre del Banco		Activo Monto millones de pesos
1	Banamex	224,714.00
2	Bancrecer	71,802.90
3	Promex	47,418.10
4	Atlantico	45,585.00
5	Confia	33,541.20
6	Mercantil del norte	30,864.50
7	Bancentro /1	n.d.
8	Banpais /1	n.d.
9	Banoriel /1	n.d.
Total 9 bancos privados nals.		
10	Bancomer	199,091.30
11	Serfin	153,057.20
12	Bitel	73,056.50
Total de 3 bancos privados nals. Con socios extranjeros.		
13	Santander Mexicano /2	100,716.70
14	Bilbao Vizcaya-Probursa	44,972.00
15	Nueva Scdottia - inverlat /1	n.d.
Total de bancos que pasaron a ser propiedad de empresas extranjeras		
/1) Se toma la infirmacion corespondiente a diciembre de 1994, porque el banco esta intervenido. /2) Se sumo la informacion del banco santander y banco mexicano que fue fusionado por el primero Fuente: Boletin estadistico de la banca multiple, . septiembre de 1996, CNBV.		

Respecto a la banca de desarrollo, la estrategia fue que debía regirse por una política de otorgamiento de crédito que permitiera a las instituciones autofinanciarse, en tanto que sus necesidades adicionales de recursos, se cubrirían mediante la creación de instrumentos de deuda de largo plazo, ya que se reducirían las transferencias que el gobierno les otorgaba. Adicionalmente, se eliminaron los topes a las tasas de interés, permitiendo a las instituciones bancarias fijar libremente las tasas y plazos en sus operaciones; se eliminaron también los requerimientos de reserva, el régimen de inversión para que las sociedades de inversión pudieran fijar sus políticas de diversificación de activos, las reservas de fluctuación de valores, al mismo tiempo que se le otorgaba su autonomía al Banco de México.

En la segunda etapa, la inversión extranjera en títulos de deuda pública dentro del mercado de dinero creció rápidamente durante el período 1989-1993 donde pasó de 5,500 millones a 22,000 millones de dólares, la mayor parte de este tipo de inversión se canalizó a los certificados de la tesorería que en 1993 representaron el 70% del total de la inversión extranjera en este tipo de instrumento.

Este comportamiento se explica por el atractivo rendimiento en dólares que ofrecían los títulos públicos, particularmente los CETES, en comparación con colocaciones similares en Estados Unidos. Adicionalmente, se estableció una articulación entre este tipo de mercado y el accionario que permitió a los inversionistas extranjeros utilizar el mercado de títulos públicos como un espacio seguro y altamente redituable para invertir sus fondos cuando realizaban una toma de utilidades accionarias, en tanto que esperaban nuevas oportunidades de inversión en acciones.¹⁰²

Un factor de gran relevancia para el aumento de los flujos de inversión extranjera a la economía mexicana fue la política monetaria y la tasa de interés estadounidense. Durante el período 1990 - 1999 ingresaron 177,749.6 millones de dólares por concepto

¹⁰² Cruz Díaz, Felipe. *Liberalización financiera y comportamiento del mercado de valores en México 1988-2000*. Tesis de Licenciatura. FES-Acatlán. UNAM. 2003, México. Pág. 100.

de inversión extranjera (IE). El endeudamiento dejó de ser la vía de financiamiento primordial, con excepción del año de 1995 (año de la crisis financiera); sin embargo, en el periodo de 1990-1994, el 72% de la inversión fue de cartera, aunque se puede observar que los ingresos se centran en la primera mitad de la década. Con ello se pueden observar dos momentos distintos de estos flujos durante los años noventa. Entre los años de 1990 y 1994, la inversión extranjera de cartera registró un ingreso de 74,569.3 millones de dólares, que representó el 52% de la inversión extranjera total, realizada durante los años noventa. En el período 1995-1999 la participación de la IEC se reduce al 39% de la inversión extranjera total, cediendo el paso a las inversiones directas (ver cuadro 13).

En 1990 la economía captó 6041.7 millones de dólares en inversión extranjera 3,408.48 correspondieron a la inversión extranjera de cartera (IEC). Para el año siguiente la inversión extranjera de cartera creció un 274.1% resulta particularmente interesante el comportamiento de la IEC, ya en el mercado de dinero existía temor ante la amenaza de la devaluación por las presiones de la cuenta corriente y el año electoral de 1994.

CUADRO 13				
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE CARTERA				
(Millones de dolares)				
AÑO	INVERSION TOTAL	DIRECTA	CARTERA	(%)
1980	2,148.16	2,089.76	58.40	
1981	4,073.00	3,075.90	997.10	1607.4%
1982	2,546.60	1,900.30	646.30	-35.2%
1983	1,672.70	2,191.60	-518.90	-180.3%
1984	1,105.80	1,541.00	-435.20	-16.1%
1985	1,387.80	1,983.60	-595.80	36.9%
1986	1,882.20	2,400.70	-518.50	-13.0%
1987	1,630.60	2,634.60	-1,004.00	93.6%
1988	3,879.80	2,880.00	999.80	-199.6%
1989	3,626.84	3,175.50	451.34	-54.9%
1990	6,041.72	2,633.24	3,408.48	655.2%
1991	17,514.65	4,761.50	12,753.16	274.2%
1992	22,433.91	4,392.80	18,041.11	41.5%
1993	33,208.15	4,388.80	28,819.34	59.7%
1994	19,519.71	10,972.50	8,547.21	-70.3%
1995	-188.38	9,526.30	-9,714.68	-213.7%
1996	22,753.92	9,185.45	13,568.47	-239.7%
1997	17,866.64	12,829.56	5,037.09	-62.9%
1998	13,691.55	12,664.56	1,026.99	-79.6%
1999	25,839.68	13,834.79	12,004.89	1068.9%
2000	16,880.58	18,014.85	-1,134.27	-109.4%
2001	33,404.15	29,769.69	3,634.46	-420.4%
2002	22,682.56	23,685.71	-1,003.15	-127.6%
2003	19,995.03	16,436.94	3,558.09	-454.7%
2004	28,885.80	23,647.99	5,237.81	47.2%
2005	30,164.02	21,798.55	8,365.48	59.7%
2006	20,436.14	19,140.59	1,295.55	-84.5%
2007	41,939.70	27,166.83	14,772.86	1040.3%
2008	23,726.39	18,589.32	5,137.07	-65.2%

Fuente: Elaborado por el CEFP de la H. Cámara de Diputados con base en datos .
del Banco de México, marzo de 2009

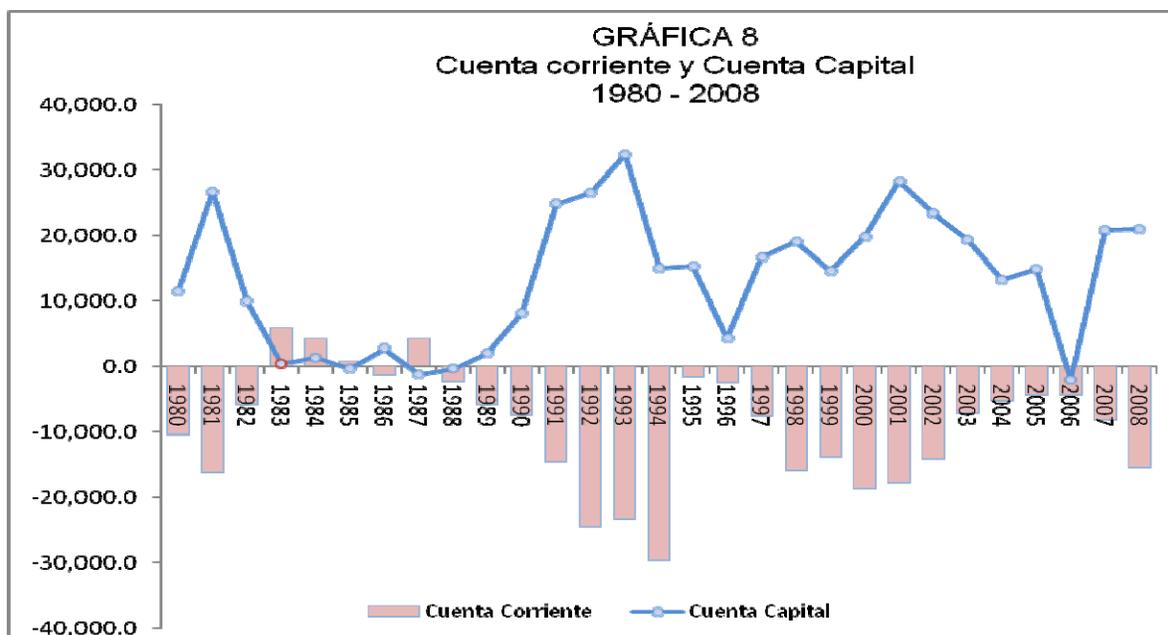
Con el desajuste externo y la disminución repentina de la captación en el mercado de dinero, las autoridades mexicanas contraatacan sufriendo la colocación de valores (principalmente los CETES), por Tesobonos, que se vinculan al tipo de cambio libre, del total de las colocaciones de la deuda pública en valores realizadas en diciembre de 1993, el 59.7% eran CETES. Para diciembre de 1994 esta proporción había disminuido al 23%, mientras que los Tesobonos ahora participaban en un 8.51%.(ver cuadro 14).

CUADRO 14 TASAS DE RENDIMIENTO EN EL MERCADO DE DINERO (Tasas anuales)					
AÑO	PAPEL COMERCIAL	ACEPTACIONES BANCARIAS	BONOS DE DESARROLLO	BONOS DE LA TESORERÍA	AJUSTABONOS
1988	56.00	55.21	52.30		
1989	42.17	43.27	40.43	15.10	15.50
1990	30.54	28.61	26.93	12.00	7.69
1991	22.20	20.90	nd	9.23	4.17
1992	26.95	27.50	23.01	3.49	nd
1993	17.37	12.50	12.36	5.04	5.10
1994	38.40	40.00	nd	8.51	nd
1995	57.26	48.85	51.01	nd	nd
1996	32.12	nd	28.45	nd	nd
1997	26.29	nd	0.00	nd	nd
1998	34.53	nd	34.67	nd	nd
1999	0.00	nd	17.16	nd	nd
2000	18.82	nd	0.00	nd	nd
2001	8.76	nd	0.00	nd	nd

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. *Indicadores bursátiles*, varios años.

Al respecto cabe mencionar que la crisis mexicana de 1994, fue producto de la poca diversificación del riesgo en los portafolios de los inversionistas de cartera en México. No obstante, la mejoría en el rendimiento de los instrumentos más estables en el mercado internacional de capitales tuvo algún impacto en la renovación de los flujos de capitales hacia México; asimismo, se puede afirmar que la existencia de poca diversificación del riesgo en el portafolio de los inversionistas se vio motivado en buena medida por el diferencial de las tasas de interés y la apertura financiera de la economía mexicana.

Los recursos financiaron el creciente déficit en la cuenta corriente, que en el año de 1994 alcanzó 29,661.95 millones de dólares, habiendo registrado un ingreso de 1,718,056.7 millones de pesos en inversión extranjera total. Después de todas las críticas y defensa de estas políticas por parte del gobierno mexicano, se dio la devaluación de 1994, con la salida masiva de capitales y la crisis del sistema financiero mexicano (ver gráfica 8).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

En el año de 1995 la inversión extranjera total resultó negativa alcanzando el nivel de 188.4 millones de dólares. El PIB registró un descenso del 6.2% respecto a 1994. En cuanto a la inversión extranjera de cartera la caída fue sorprendente, en el último trimestre de 1994 salieron 5,150.2 millones de dólares. En 1995 sólo en la primera mitad del año habían salido del mercado de dinero 11,436.2 millones de dólares.

Después de la crisis de 1994, la captación a través de las cuentas de cheques y las captaciones bancarias cayeron drásticamente, mientras la aceptación a través de futuros y coberturas, creció aceleradamente, por su parte la captación vía banca de inversión fue perdiendo peso. Esto es un indicador del proceso de bursatilización de los pasivos del sistema bancario (ver cuadro 15).

Cuadro 15 Banca Comercial. Distribución de la Captación Por Instrumento 1989-2006 (Estructura Porcentual)							
AÑO	Cuenta de Cheques	Cuenta de Ahorro	Deposito a Plazo Fijo	Aceptaciones Bancarias Bancarias	Otros	Banca de Inversión	Total
1989	4.30	0.60	0.10	8.69	23.90	62.50	100.00
1990	9.10	0.70	0.00	1.90	45.20	43.10	100.00
1991	28.00	0.70	1.50	1.10	53.00	15.70	100.00
1992	23.70	0.60	6.30	0.50	47.00	21.90	100.00
1993	24.60	0.50	4.90	0.80	50.70	18.50	100.00
1994	21.80	0.50	4.90	0.80	53.50	18.50	100.00
1995	11.1	0.20	5.80	0.60	63.60	18.70	100.00
1996	10.7	0.10	5.90	0.50	63.90	18.90	100.00
1997	11.8	0.10	6.10	0.60	62.80	18.60	100.00
1998	11.8	0.10	6.10	0.60	63.10	18.30	100.00
1999	12.2	0.20	5.90	0.50	64.00	17.20	100.00
2000	11.7	0.20	6.00	0.40	64.10	17.60	100.00
2001	11.3	0.10	6.20	0.40	64.10	17.90	100.00
2002	13.5	0.20	6.20	0.40	64.40	15.30	100.00
2003	13.5	0.20	6.20	0.50	64.50	15.10	100.00
2004	13.6	0.20	6.10	0.50	64.70	14.90	100.00
2005	13.8	0.20	6.20	0.50	64.80	14.50	100.00
2006	14.1	0.10	6.10	0.50	64.90	14.30	100.00

1) Incluye futuros, coberturas, gastos, y cargos diferidos.
FUENTE: Elaboración propia con base en datos del banco de México, indicadores económicos varios años

3.3. El Mercado de Valores y la inversión extranjera de cartera en México 1993–2006.

La Bolsa Mexicana de Valores ha experimentado cambios muy importantes, entre los cuales sobresale el proceso de globalización e internacionalización de sus operaciones. Es evidente que dicho proceso fue preparado y estimulado por la reestructuración económica y jurídica del sistema financiero emprendida en 1988, por el proceso de privatización llevado a cabo por el gobierno Salinista y por la expectativa de la firma del Tratado de Libre Comercio con Norteamérica.

México se ha perfilado como uno de los de los mercados emergentes más dinámicos, en términos de inversión extranjera en cartera; entre 1990 y 1993, mostró un crecimiento de 3,408.5 a 28,819.3 millones de dólares. Este crecimiento extraordinario se explica por la privatización de Telmex en 1991, que por sí sola logró la más grande oferta de activos internacionales por parte de un mercado emergente.

En 1996 la inversión extranjera registró un ingreso de 13,568.50 millones de dólares, después de haber tenido una fuga de 9,714.7 millones de dólares durante el año de 1995, la IEC representó el 1.96 como porcentaje del PIB, mientras que en 1993, esta cifra fue de 0.4%. En 1997 la IEC cayó 5.43% y para 1994, registró una salida neta de 579.2 millones de dólares que representó el 7.66 del PIB tal y como se muestra en el cuadro 16.

CUADRO 16		
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y CARTERA		
(Como porcentaje del PIB)		
ANO	IED/PIB	IEC/PIB
1994	2.56	-7.66
1995	10.43	7.56
1996	15.10	1.96
1997	9.75	-5.43
1998	14.12	5.45
1999	15.57	5.66
2000	19.82	-17.63
2001	15.03	-1.45
2002	19.55	3.60
2003	16.79	12.38
2004	28.85	10.12
2005	16.96	1.51
2006	19.89	19.50
2007	15.91	19.23

Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI y Banco de México.

En 1992 ante las discusiones encontradas sobre los acuerdos paralelos al TLC, la inversión extranjera de cartera en la Bolsa Mexicana de Valores mostró una

desaceleración. Sin embargo, a pesar de esto, se dio un crecimiento de la IEC de 18,041.1 con respecto a 1991 que fue de 12753.2 millones de dólares y para 1993 dicha inversión ascendió a los 28,819.3 millones de dólares.

En la estructura de la inversión extranjera de cartera sobresalen los ADR's, que de representar 49.8 % en 1989 pasaron a 73.8 % en 1992. Le siguen las acciones de libre suscripción de 4.3% en 1989 a 17.8% en 1992, posteriormente los ADR's tuvieron un porcentaje menor en 1997 de 47.2% y en el 2006 fue de 64.5% y en las acciones de suscripción (Fondo de México) en 1997 fue de 39.8% y de 32% en el 2006 como se muestra en el cuadro 17.

Año	ADR's	Fondo de México	Libre Suscripción	Fondo Neutro	Total
1989	49.80	13.20	4.36	32.70	100.00
1990	52.40	6.50	25.20	15.90	100.00
1991	74.10	2.60	16.00	7.30	100.00
1992	73.80	2.10	17.80	6.30	100.00
1993	62.30	2.30	23.70	11.70	100.00
1994	61.70	2.00	23.60	12.70	100.00
1995	62.10	24.00	10.70	3.10	100.00
1996	48.80	36.90	11.30	3.00	100.00
1997	47.20	39.80	10.00	2.70	100.00
1998	57.10	31.10	8.90	2.40	100.00
1999	62.30	29.50	6.70	1.40	100.00
2000	61.80	32.30	4.20	1.70	100.00
2001	60.80	33.90	4.00	1.50	100.00
2002	62.80	33.00	3.60	0.70	100.00
2003	61.20	35.20	3.00	0.50	100.00
2004	65.30	30.20	3.90	0.60	100.00
2005	67.10	29.30	3.00	0.60	100.00
2006	64.50	32.00	3.00	0.50	100.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

La crisis de finales de 1994 fue resultado del proceso de desregulación financiera, que con la reprivatización bancaria, las modificaciones a la Ley de Instituciones de Crédito

en 1990, las reglas para el establecimiento de filiales de instituciones financieras del exterior en 1994, y la aprobación de la nueva Ley de inversión extranjera en 1993, abrió la participación del capital foráneo en la actividad financiera local sin mayor regulación prudencial. Todas estas medidas son consistentes con el objetivo de atraer inversión extranjera. No obstante, las deficiencias en el mercado de valores en su función de mercado especulativo con una alta volatilidad de capitales, muestran fragilidad de la economía en su conjunto y la carencia de una política de desarrollo integral, en la cual no sólo se contemplen los aspectos relacionados con la modernización del sector financiero sino también con la necesidad de articular una estrategia de desarrollo acelerado en el sector industrial.

Con la firma del Tratado de Libre Comercio con América del Norte se profundizaron las diferencias de tamaño y consolidación (asimetrías) en los mercados financieros de Estados Unidos, Canadá y México, por lo que se replanteó el reducir la penetración de las instituciones en el extranjero en el mercado doméstico, y con ello dar tiempo a que los grupos financieros mexicanos realizaran las adecuaciones de capital y operativas que les permitieran incrementar sus niveles de eficiencia, sin embargo estas medidas fracasaron, y originaron que se acelerara el proceso de apertura de los servicios financieros que condujo a una sensible reducción del margen financiero que aceleró a su vez, el proceso de oligopolización del sistema bancario en México.¹⁰³

La crisis financiera de 1994, mostró los graves efectos que generó el proceso de desregulación y liberalización financiera, mostrando la necesidad de establecer un sistema regulatorio y de supervisión del sistema bancario que incorporará prácticas de supervisión bancaria y bursátil prudentes y de largo plazo.

En este sentido, a partir de 1997 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) reforzó sus actividades de supervisión y vigilancia del mercado, de las emisoras y de

¹⁰³ Mántey de Anguiano, Guadalupe. "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva". En *Problemas del Desarrollo*. UNAM. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre 1996. México.

los intermediarios. Por su parte, las instituciones financieras han implementado sistemas de administración de riesgos de tal forma que se cuenta con mejor información, control y metodologías para la medición de riesgo.

La intensa búsqueda de recursos financieros complementarios para el apoyo de la acumulación de capital de los países en desarrollo, que condujo a aplicar políticas de desregulación y liberalización financieras en éstos países, estimularon el proceso de bursatilización de los recursos bancarios, con lo que se incrementó la liquidez internacional y las operaciones de administración de riesgos financieros y de mercado, al acudir directamente a los mercados de valores líquidos, fundamento de los mercados de futuros de derivados.¹⁰⁴

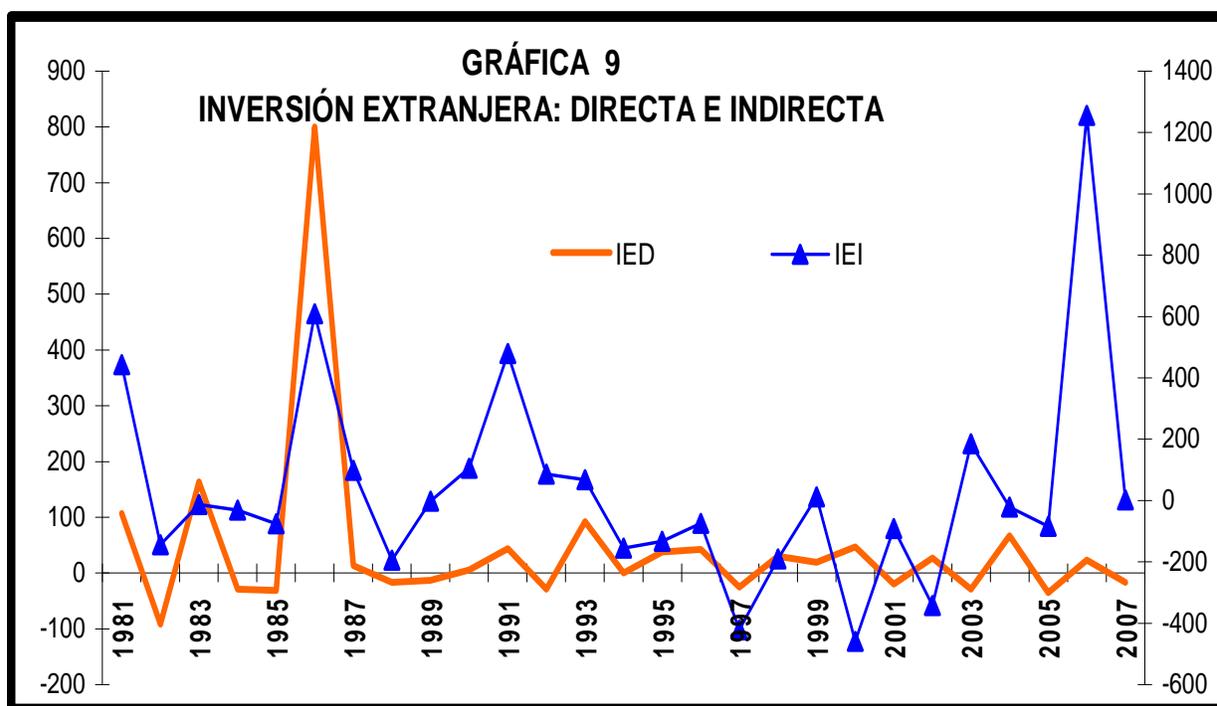
Así las emisiones de papel comercial, aceptaciones bancarias, obligaciones, acuerdos de recompra bursatilizadas están convirtiéndose en los instrumentos financieros por excelencia de los tesoros corporativos. Por su parte, los bancos de inversión y las casas de corresponsalía pueden emitir instrumentos de deuda garantizada que aprovecha casi cualquier mercado en cualquier divisa, instrumentos negociables a escala mundial, con posibilidades de arbitraje entre cualquier opción de una gama de crecientes alternativas. A esto se le suma, los montos importantes de recursos en fondos de pensiones para el retiro de los trabajadores, los fondos mutuos y el mercado monetario, que están depositando fuera del sistema bancarios, aprovechando los Spreads favorables que existen.

Por otra parte, en el mercado de valores surgieron nuevos instrumentos que presentan un acelerado crecimiento, por ejemplo los productos derivados (swaps, opciones, forwards), las operaciones de obligaciones contingentes y diversos activos financieros que están tomando la forma de valores líquidos a través de la bursatilización.

¹⁰⁴ Plihon, Dominique. "Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas neoliberales. Algunas referencias keynesianas". En François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*. Ed. Losada. Argentina.

La economía mexicana se ha caracterizado por ser muy especulativa por lo que está en riesgo latente, pero la IEC no es tan desfavorable como fuente de financiamiento, dicha inversión no es tan responsable de la crisis de 1994, si no mas bien, ésta fue resultado de la influencia de la política económica para tomar las medidas oportunas, que salvaguardan la economía mexicana de una eminente vulnerabilidad.

La inversión extranjera es una variable indispensable que estimula el crecimiento económico, debido a que incorpora recursos frescos que permiten equilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos y propicia la transformación industrial.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México

En la gráfica 9 se observa el comportamiento de la inversión extranjera directa y de cartera en México entre 1981 y 2007 se destaca el hecho de que los mayores montos de inversión de cartera se registraron en 1986, 1991, 2003 y 2006. Otro aspecto sobresaliente son por un lado en el periodo 1990 – 1993, donde se presentaron montos

considerables de inversión extranjera de cartera en México el cual coincide con las privatizaciones de los activos públicos, en 1996 cuando se presentó un monto importante de inversión extranjera de cartera, coincide con el proceso de la reestructuración de la deuda pública externa y la gestión de nuevos préstamos del gobierno federal.

También se refleja las fugas de capital en 1983 y en 1995, las cuales fueron de la consecuencia de la crisis de la deuda externa en 1982 y del desastre financiero en 1994, lo que explica la situación de la profunda vulnerabilidad de la economía mexicana. Se puede afirmar que México como receptor de la IEC, está sujeto a ciertos problemas de estructurales que iban desde el escaso ahorro interno y la falta de una legislación adecuada. En la economía mexicana, como en el resto de las economías emergentes, la inversión extranjera de cartera, además de ser una fuerte potencial de incertidumbre y vulnerabilidad constituye un elemento indispensable para la cuenta corriente.

Entre 1989 y 1993, México tuvo una entrada creciente de la IEC; sin embargo, para 1994 dicha inversión disminuyó considerablemente y en 1995 además de que se generaron importantes salidas, situación que agudizó la crisis de 1995.

Los mejores años para México, como receptor de la inversión extranjera de cartera, fueron los comprendidos en el periodo de 1990 -1993, cuando existieron en el país, condiciones excepcionales para inversionistas de cierta manera generalizados por el pacto firmado entre los diferentes sectores de la economía; pacto de solidaridad y el proceso de privatización (de empresas para estatales, bancos y Telmex), la crisis financiera que estalla en diciembre de 1994 y se veía gestado desde 1993 con problemas de la cartera vencida en el sector financiero y el comportamiento de la IEC se centra en el sector externo de la economía, en los procesos de integración

económica, la balanza comercial y en la explicación del déficit insostenible de la cuenta corriente a lo que a su vez condujo a la fuga de capitales del país.

En el año de 1999, al mejorar la evaluación del mercado financiero mexicano, crecieron las colocaciones de cartera. Los recursos destinados a la Bolsa, como los que mueven las tesorerías de las grandes empresas extranjeras y de las firmas con la matriz en México, se pudieron desplazar de un momento a otro, considerando de forma privilegiada la evolución de la tasa de interés de Estados Unidos.¹⁰⁵

Con ello, la inversión extranjera indirecta no ha podido fortalecer el sistema financiero mexicano, por el contrario, lo ha vuelto mucho más volátil y frágil, lo que ha impedido que éste incentive el crecimiento y desarrollo económico de México.

¹⁰⁵ Vidal, Gregorio. "Corporaciones, inversión extranjera y mercado externo en México". En *México y la economía mundial, Análisis y perspectivas*. Ed. M.A. Porrúa. UAM-I. 2001. México.

CONCLUSIONES

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

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

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

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

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

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

La liberalización financiera generó una rápida burzatilización de los títulos y valores financieros, propiciando que los bancos disminuyeran el flujo de créditos, situación que inyectó vulnerabilidad al sistema financiero al tomar auge las operaciones especulativas. Así, la división entre intermediarios bancarios y no bancarios, siendo el más afectado el

primero como consecuencia de las políticas antiinflacionarias basadas en el anclaje del tipo de cambio, (con lo que el gobierno pretendía lograr estabilidad en los precios internos, la competitividad en las exportaciones y solvencia en el sector bancario), genero un proceso de desintermediación bancaria.

La disponibilidad de recursos externos que se dio en 1989, y que se acelera en 1991-1993, como respuesta en gran medida a factores externos, permite posponer ajustes necesarios en el tipo de cambio. De la misma forma dicha disponibilidad de recursos obligaba a mantener altas tasas de interés internas, limitando el manejo de la política monetaria a pesar de la autonomía del banco central. Es decir, este puede intentar mantener diferenciales de tasas de interés con el exterior adecuados a la evolución del tipo de cambio real; es decir, a modo de lograr la paridad de tasas de interés; y sin embargo obtener resultados inconsistentes, dependiendo de las circunstancias particulares por las que atraviesen los mercados financieros internacionales.

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

En una economía con altos niveles de endeudamiento tanto del sector público como del privado, los movimientos de la tasa de interés son cruciales en el comportamiento de la inversión. Por lo tanto, es imposible afirmar que el nivel de esta tasa no afecta la inversión, tal como aseguran los teóricos neoclásicos. En su propósito de estimular inversión y

crecimiento, la política de aumento de la tasa de interés termina por causar mayores problemas financieros y productivos en la economía. Ello, además de representar un alto costo para la economía, mantiene latente las presiones sobre el sector financiero, evidenciando la incongruencia del alza de la tasa de interés para alcanzar la estabilidad del sistema financiero. Así en busca de favorecer al sector financiero y mantener la libre movilidad del capital, se aplican políticas que atentan contra las bases reales de acumulación de capital, con lo que se impide a su vez, la estabilidad financiera buscada.

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

Cabe señalar que esta situación no cambió en el primer año de la administración de Vicente Fox; esto es, la combinación de altas tasas de interés acompañada de un tipo de cambio sobrevaluado, siguió siendo la estrategia para mantener la estabilidad macroeconómica. Para el segundo semestre del 2002, el Banco de México induce la disminución de las tasas de interés a través de una política monetaria conservadora (operaciones de mercado abierto, corto monetario, etc.) no obstante dadas las expectativas inciertas sobre el comportamiento de la economía nacional, y ante la falta de una política económica coherente por parte del gobierno; los inversionistas tanto nacionales como extranjeros no han respondido con mayores niveles de inversión.

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

En el ámbito macroeconómico, la entrada masiva de inversiones de cartera de corto plazo representaba un factor de creación endógena de dinero debido a la posibilidad de monetización, lo que genera presiones inflacionarias al expandirse el circulante. Esto obligó al Banco de México a aplicar políticas de esterilización monetaria que buscaron anular aquél efecto expansivo de la inversión extranjera mediante la colocación de deuda pública interna. Dicha medida si bien permitió la acumulación de reservas internacionales, también representa una fuerte carga para el gasto público, dado el alto costo del servicio de la misma. Mecanismo que se explica por el atractivo rendimiento que en términos de dólares, ofrecían los títulos públicos, y en particularmente los CETES en comparación con colocaciones similares en Estados Unidos.

De hecho, estos flujos de capitales se mantuvieron aún después de que las tasas de interés en los Estados Unidos se incrementaron en 1992, debido a que los rendimientos de los títulos públicos mexicanos seguían siendo más altos, en particular los Tesobonos que además contaban con cobertura cambiaria. Pero, además se había establecido una articulación entre este mercado con el espacio accionario, que les permitió a los inversionistas extranjeros utilizar el mercado de títulos públicos como el espacio seguro y altamente rentable para invertir sus fondos cuando realizaban una toma de utilidades accionarias, en tanto que esperaban nuevas oportunidades de inversión en acciones. En consecuencia, existiría una relación entre la sobrevaluación de los flujos de capital externos en el mercado accionario de México y la expansión de mercado de títulos de deuda pública, lo que explica que en este último, se expandieran las colocaciones de títulos públicos siguiendo las fluctuaciones del mercado accionario, con lo cual se retenía

en el país las inversiones extranjeras de cartera, y se evitaban presiones en el sector externo de la economía.

La articulación entre el flujo de inversión extranjera de cartera y las políticas monetaria y cambiaria que el gobierno instrumentó para mantener la estabilidad macroeconómica generó contradicciones que condujeron a la gestación de fuertes desequilibrios monetario-financieros. Por una parte, a nivel macroeconómico, la entrada masiva de flujos de capital, se convirtió en un mecanismo de creación endógena de dinero, debido a la monetización de estos, que introdujeron presiones inflacionarias en la economía con el incremento del circulante. Situación que obligó al Banco de México a aplicar políticas de esterilización monetaria que buscaba anular el efecto monetario en la inflación y, al mismo tiempo, fortalecer las reservas que a su vez, permitieron mantener un tipo de cambio sobrevaluado. En consecuencia, la endogenización de los flujos de capitales externos restringe el alcance de instrumentos monetarios tradicionales, como las variaciones en las tasas de interés y los controles cuantitativos del crédito interno para controlar la oferta monetaria.

Los flujos de capitales externos elevan la liquidez de la economía, lo que obliga a manipular la tasa de interés a través de operaciones de mercado para controlar el crédito y evitar que la demanda agregada se eleve. Sin embargo, en un contexto de desregulación financiera este proceso es muy complejo porque al mismo tiempo esta tasa es un instrumento para atraer y retener los flujos de capitales externos; que además requiere de una adecuada combinación entre la tasa de interés y el tipo de cambio. De tal manera que, asegure la competitividad de los rendimientos en dólares para los inversionistas extranjeros. Por otro lado, este manejo de la tasa de interés real y de la tasa de cambio por parte del banco central, afecta negativamente la producción y la competitividad internacional de las empresas locales, pues alienta una dinámica de costos financieros adversos para las mismas.

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

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

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

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

En este sentido, la crisis financiera internacional actual ha demostrado que como lo argumentó la autoridad monetaria en Estados Unidos “la desregulación tiene límites, y hemos llegado a éstos”

BIBLIOGRAFÍA

AHARONI, Yair, “Modelos económicos y conducta organizada”, *Inversiones en el Extranjero* 2ª edición, Labor, S.A., Págs. 261- 289.

ALVAREZ, Béjar Alejandro, “La inestabilidad financiera internacional y sus implicaciones en México”, *Globalización Financiera e Integración Monetaria* 1ª, comp., Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik, edición 2002. UNAM. México,. Págs. 369 - 389.

ANGEL, Rojo Luis, “Teoría Keynesiana y el surgimiento neoclásico”. *Keynes y el Pensamiento Macroeconómico Actual*, editorial Madrid, Págs. 15 – 39.

ARIAS, Guzmán Ericka Judith. *Desregulación Financiera e Inversión en México:1982-2002*: Tesis de Maestría. FES –ACATLAN. 2005 México.

ASPE, Pedro, “Estabilización Macroeconómica y Cambio Estructural. La experiencia de México 1982-1988”, en *Trimestre Económico*, núm. 73 FCE, México, 1992, Pág.75

BERNAL, Sahagún Víctor, “La inversión extranjera directa, las empresas multinacionales y los ingresos en México”, *Investigación Económica, Volumen, XXXVII,1977* , Núm. 143 UNAM., Págs. 27 – 71.

BONIFAZ, Alma. 1998. *Hacia un Nuevo Sistema Monetario Internacional*. UNAM- IIECs. Colección Jesús Silva Herzog. México.

CABALLERO, Ricardo y Corbo Vittorio, “Análisis de la balanza comercial: un enfoque de equilibrio general.” *Cuaderno de economía*, No.70, Año.23, Diciembre 1986. Pág. 285–313.

CLAVIJO, Fernando, Valdivieso Susana, “Reformas Estructurales y políticas macroeconómicas: el caso de México 1982 1999”.Dirigido Por ESANE Consultores S.C. edición 2000, Págs. 1– 81.

CASTILLO, Ponce Ramón A, “Las restricciones de liquidez, el canal de crédito y la Inversión en México”. *El trimestre económico*, Vol. LXX, No. 278 Fondo de Cultura Económica, México, Abril – Junio 2003, Págs. 197 – 404.

CASTRILLON, Alberto, “In Memoriam John Kenneth Galbraith”, *Revista económica institucional* Vol. 8 No. 14 Primer semestre septiembre del 2006.Págs. 299 – 302.

CATAÑO, José Félix, “ Teoría Neoclásica del equilibrio general. Apuntes críticos”, *Cuaderno de economía*, Volumen, XXIII No. 40, Bogota 2004, Págs. 175- 204.

CORREA, Vázquez Eugenia, “ La economía mexicana y los mercados financieros internacionales”, *Revista de economía*, No. 795, noviembre – diciembre, edición 2001, Págs. 87 – 99.

CUEVAS, Homero, “La economía neoclásica y economía Poskeynesiana, ”*Teoría Económica del Mercado* 2ª edición, 2002 Universidad Externado de Colombia. Págs. 235 - 439.

CUEVAS, Ahumada, Víctor Manuel.”El Fondo Monetario y la Nueva Arquitectura Financiera Mundial”, *Revista Análisis Económico*, UAM Azcapotzalco. Núm. 39 Vol. XVIII, Tercer cuatrimestre de 2003. Págs. 61- 81.

CRUZ, Díaz Felipe. *Liberalización financiera y comportamiento del mercado de valores en México 1998-2000*. Tesis de Licenciatura. FES-Acatlán UNAM. México, 2003. Pág. 93.

DILLON, John, "Bretton Woods y Mercados Financieros," de *Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria*. Editorial, UNAM. Pág. 132.

D. Uries. M.G. 1986. "The IMF in A changing Wold 1945-1985" *IMF* Washington.

DORNBUSCH, Rudiger, *Macroeconomía*. 2ª edición, McGraw Hill, 1983. Pág. 150.

ELIAS, J., Víctor, "Una nota sobre la elasticidad del ahorro con respecto a la tasa de interés". *Cuadernos de Economía*, No. 64, Año. 21 abril 1984, Págs. 83 – 89.

FABRIS, Julio, López Pablo J., " Crisis de la ortodoxia económica. ¿ Hacia una nueva Síntesis?", 1 jornadas de economía política, campus UNGS, Universidad Nacional de Sarmiento, edición 2007.

FLORITO, Alejandro, Murga A. Gustavo, John Maynard Keynes, "lectura e interpretaciones", J.M. keynes, lecturas interpretaciones II, Págs. 115 – 282.

FUJII, Olechko Dmitri, "Inversión extranjera y productividad en México". *Investigación económica*, Vol. LXIII, No. 248, UNAM, abril – junio 2004, Págs. 147 – 177.

FRY, M. J. *Dinero y Capital en el desarrollo económico* Cap. II. Ed. CEMLA- FELABAN, México, 1990.

GARCÍA, Moisés Enrique, "Panorama reciente de la inversión extranjera", *Cuaderno de Posgrado*, Serie A, No. 9, julio – diciembre 1995, Págs. 51 – 57.

GIRÓN, Alicia. "El Sistema Monetario Internacional: Crisis Financiera y de Mercado". De *Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria* Editorial., UNAM. Pág. 102.

GOMEZ, Ignacio y Gutiérrez Zamora Palacios, “Análisis crítico de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera.” *Política, economía y derecho de la inversión extranjera*. UNAM año, 1985 Págs. 221 –304.

Guillén Romo, Héctor.”El sexenio del crecimiento cero. México 1982-1988.” Ediciones Era. México. Pág.15 - 28.

HUERTA, González, Arturo. “La política neoliberal”. Editorial. Diana. 1999, México.

HUERTA, G. Arturo, “La estabilidad nominal cambiaria como freno a la dinámica económica”, *Políticas Macroeconómicas para países en desarrollo, coord.*, Mántey de Anguiano Maria Guadalupe y Levy Orlik Noemí Ornah, edición 2007, UNAM Acatlán. Págs. 17 – 29.

IBARRA, Consejo Jorge, “El análisis económico poskeynesiano y el problema de la demanda efectiva”, *Producto, Empleo, Distribución y Ganancia: un Enfoque Poskeynesiano de Corto Plazo*.

JAN, Kregel, “Flujos de Capital, Banca Mundial y Crisis Financiera después de Bretton Woods”, *en Comercio Exterior*, Vol. 49 núm. 1, México, 1999, Pág.7

JUNANKAR, P., N., “La Inversión: teorías y evidencias”, Mac Millan Vicens- Vives de economía, Año 1985. Pág. 83.

KALECKI, Michal, “Algunas observaciones sobre la teoría de Keynes (1936)” *Investigación Económica* Volumen, XLII , agosto – octubre – diciembre 1983 , Núm. 166 UNAM, Pág. 41 - 51.

LAURA, Mazza, María. “La maldita trinidad”, 1 edición 2004 Editorial Laetoli. Pág. 77., Titulo Original Unholy Trinity IMF; WOLD Bank and WTO, Zed Books , Londres 2003.

LARRAÍN, B., Felipe, “Distribución del ingreso, inversión, y crecimiento”, *Cuaderno de economía*, No. 87, Año 29, agosto 1992, editorial Comité, Págs. 207 – 228.

LEVY, Orlik Noemí, “El efecto de la movilidad de capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes; México y Corea del Sur”, *Globalización Financiera e Integración Monetaria 1ª*, comp., Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik, edición 2002. UNAM. México,. Págs. 391 – 419.

LEVY, Orlik Noemí, *Cambios institucionales en el sector financiero y sus efectos sobre el fondo de la inversión México 1960 –1994*. Ideas generales, en Investigación Económica Vol. LIX, Núm. 229 Julio – septiembre; Facultad de Economía UNAM; 2001, México.

LIZARAZU, Alanez Eddy, “El modelo SI / LL de J.R. Hicks (1937) Keynes y los clásicos,“ Investigación Económica” Volumen, LXII, Núm.242, UNAM., octubre – diciembre, 1992, Págs. 81- 127.

LIZONDO, Saúl J., “Inversión extranjera directa”, *Cuaderno de Posgrado*, Serie A, No. 9, julio – diciembre 1995, Pág. 59 – 77.

LÓPEZ, González Teresa, “El retorno de México a los mercados internacionales de capitales 1989 – 1994”. *Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México*, 1ª edición, UNAM, México. Págs. 131 –158.

LORENTE, Luis, “modelos de crecimiento. Una interpretación keynesiana” cuadernos de economía, Volumen. XXIII No. 40 bogota, edición 2004 Págs. 29 – 53.

MANKIWIW ,Gregory, *Macroeconomía*, 1ª edición Macchi 1992, Págs. 298- 309.

MÁNTEY, de Anguiano, Guadalupe. “Dos hipótesis poskeynesianas fundamentales para la economía mexicana: ahorro e inflación” *Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados*”, Ediciones UNAM, México, Págs. 261.

Mántey, de Anguiano, Guadalupe. “Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva”. En *Problemas del Desarrollo*. UNAM. Vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre 1996. México.

MARTINEZ, Le Clainche Roberto, “Las inversiones extranjeras y su importancia en la balanza de pago”, *Investigación Económica Volumen*, XVIII, Núm. 71 UNAM, agosto – septiembre 1958, Págs. 377 - 389.

MÁRQUEZ, Posos Jorge Miguel, “Corrientes Internacional de capital” *El trimestre económico*, Vol. LXX, No. 280, Fondo de Cultura Económica, México, octubre – diciembre. 2003, Págs. 637 – 881.

MARSHALL, R., Jorge , “Una interpretación keynesiana – inercialista de la inflación brasileña en los años ochenta”, *Cuaderno de Económica* Núm. 79, año 26, Diciembre 1989 , Comité editorial, Págs. 353 - 367.

MAYNARD Keynes, ¹John. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 8ª Edición, FCE. , 1984, Págs.93.

MENDOZA, Pichardo, “Financiamiento y Crecimiento: La Experiencia en México en los años noventa”, *El desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. UNAM Acatlán. México.

MICHEL, Padilla Roberto, "México: la economía de los sectores institucionales, distribución del ingreso ahorro y crecimiento." *Investigación económica*, Vol. LXIII, Núm. 243, enero – marzo 2003, Págs. 155 – 211.

MILLÁN, Valenzuela Henio, "Las causas de la crisis financiera en México", *Economía, sociedad y territorio*, Volumen, II No. 5 EDICION 1999, Págs. 25 – 66 .

MORENA, Camacho Carlos, "La nueva corporación trasnacional mexicana y la inversión extranjera directa: notas para su estudio", *Regulación de flujos financieros internacionales*, coord. Kaplan y Manrique Campos Irma.

NAVARRETE, Alfredo, "El crecimiento económico de México y las inversiones extranjeras." *El trimestre económico* Vol. XXV, No. 4, Fondo de Cultura Económica, México, octubre – diciembre 1958, Págs. 531 – 863.

Noemí Ornah Levy Orlik, " El comportamiento de la inversión en economías pequeñas y abiertas y los desafíos para la política económica: la experiencia mexicana," *Políticas Macroeconómicas para países en desarrollo*, coord., Mántey de Anguiano Maria Guadalupe y Levy Orlik Noemí Ornah, edición 2007, UNAM Acatlán, Págs. 301 - 338.

NORA, Lusting, *México*, "Hacia la Reconstrucción de una Economía". Fondo de Cultura Económica. Primera Edición en Español, México, 1994 Pág. 52.

OCHOA C. Lina, "Historia de la economía poskeynesiana desde 1936", de King, J. E., Edward Elgar, *Revista Económica Institucional* Vol. 5 Primer semestre del 2003, Págs. 252 – 256.

ORTIZ, Cruz Etelberto, "Dos hipótesis poskeynesianas fundamentales para la economía mexicana: ahorro e inflación", *Financiamiento del desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados* 1ª edición, 2003 UNAM, México DF. Págs. 255 – 293.

PASCHOAL, Rossetti. José, “Consumo ahorro e inversión: enfoque keynesiano”, *Introducción a la Economía Enfoque Latinoamericano*, 7ª, edición 1985 , HARLA. Págs. 450 – 477.

PLIHON, Dominique. “Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas neoliberales. Algunas referencias keynesianas”. En François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*. Ed. Losada. Argentina.

Poder Ejecutivo Federal, Plan Nacional de Desarrollo 1995 – 2000, *Secretaría de Hacienda y Crédito Público*, México, 1995, Pág. 150.

PUYANA, Ferrera, Jaime “Liberalización mundial de capitales desequilibrios macroeconómicos y recesión mundial” En *Financiamiento del desarrollo del mercado de dinero y capital globalizados*. UNAM 2003. Pág. 19.

RAMÓN, Sánchez Tabares y Alfredo Sánchez Daza, “Desregulación y Apertura del Sector Financiero Mexicano”, en *Comercio Exterior* Vol. 50 núm. 8 México, 2000.

ROMERO, José; Puyana Alicia; Dieck Lourdes, “Apertura comercial, productividad, competitividad e ingreso: la experiencia mexicana de 1980 –2000.” *Investigación Económica*, Vol. LXIV, No. 252. abril – junio 2005. Págs. 63 – 121.

ROZO, A., Carlos, “Crisis financiera y estrategias de administración de riesgo,” *Globalización Financiera e Integración Monetaria* 1ª, comp., Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik, edición 2002. UNAM. México,. Págs. 317- 345.

STAELENS, Patrick, “La inversión extranjera: una realidad ineludible”, *Cuaderno de Posgrado*, Serie A, No. 2, julio – diciembre 1988, Págs. 145 – 153.

STUDART, Rogério, “Liberación financiera , mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento; elementos de preocupación.” *Globalización Financiera e Integración Monetaria* 1ª, comp., Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik, edición 2002. UNAM. México,. Págs. 289 - 315.

SWEEZY, Paul y Mary Magdoff, “¿Inversión para que?”, *Investigación Económica*, Volumen, LI, Núm. 199, UNAM Enero – Marzo 1992, Págs. 51- 60.

TELLO, Carlos, “La Nacionalización de la Banca en México”, Siglo veintiuno editores, tercera edición, México, 1987.

VIDAL, Gregorio, “América Latina y la Inversión Extranjera Directa”,. *Economía y sociedad América Latina: entre la globalización y la regionalización y el cambio estructural.* coord., Guillén Arturo A Edición, 2007, UAM., de México. Págs. 17 – 38.

FUENTES ESTADÍSTICAS

BANCO DE MÉXICO, Indicadores económicos, varios años.

BOLSA MEXICANA DE VALORES, Indicadores bursátil, varios años.

INFORMACIÓN ELECTRÓNICA PAGINA WEB.

BANCO DE MÉXICO: <http://www.banxico.org.mx>

INTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, GEOGRAFIA E INFORMATICA.
<http://www.inegi.gob.mx>

CENTRO DE ESTUDIOS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS H. CÁMARA DE DIPUTADOS.

<http://www.cefp.gob.mx>