

LA ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA Y SU IMPACTO SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

María Guadalupe Huerta Moreno

Profesora investigadora del Departamento de Administración de la UAM-A

Con el siguiente trabajo se pretende mostrar que la solución a los principales problemas que hoy día enfrenta el sistema financiero atraviesa necesariamente por la revisión de la estrategia económica que se ha aplicado en el país con sus respectivos matices, en el país desde hace por lo menos 10 años. Esa revisión es fundamental no sólo para revertir los desequilibrios que aún existen en la economía, sino también para fortalecer la operación de los intermediarios financieros y reactivar el crédito. Para avanzar en esa línea de razonamiento, el trabajo se dividió en tres apartados. En el primero se analizan cuáles fueron los elementos claves que, sobre la base de la estrategia de estabilización y modernización económica que se instrumentó en el régimen salinista, contribuyeron a mejorar el comportamiento de las principales variables macroeconómicas y a fortalecer el dinamismo de la intermediación financiera. Esta reflexión nos sirve para ver, en el segundo apartado, cómo el manejo de las políticas monetaria y de tipo de cambio, en el tránsito entre la recuperación económica en 1990 y la crisis financiera de 1994, van a terminar por comprometer el funcionamiento del sistema financiero. En un tercer apartado se analiza por qué la vulnerabilidad de la economía

afecta a los intermediarios financieros y limita su capacidad para actuar como puntales del crecimiento económico.

Desequilibrio, reforma económica y estabilización

Durante los años ochenta, la economía mexicana experimentó importantes desequilibrios. Mientras la deuda pública se incrementó de 3 a 5.4% del Producto Interno Bruto (PIB) entre 1984 y finales de 1986, la tasa de interés alcanzó un pico de 160% en 1987, y el PIB creció en promedio sólo el 0.20% entre 1982 y 1988 cuando concluye su gestión el entonces presidente Miguel de la Madrid. Ante esa situación, que prácticamente mantenía a la economía en recesión, a finales de esa década y principios de la siguiente se realizaron diversas reformas estructurales para incrementar el grado de apertura de la economía e insertar al país en la competencia y el movimiento internacional de capitales.

Como lo primero que debía hacerse era estabilizar la economía, en el marco de la propuesta económica oficial,¹ el Ejecutivo que asumió el poder a finales de

1988 se planteó el imperativo de continuar con el modelo económico heredado del gobierno anterior. Por ello, el programa económico adoptado en 1989 planteaba la necesidad de abatir la inflación, contar con finanzas públicas equilibradas, disminuir el endeudamiento neto y mejorar las cuentas con el exterior. Alcanzar estos objetivos representaba poder corregir el comportamiento de la balanza de pagos y, por tanto, reducir la vulnerabilidad de la economía. En esta perspectiva, se fijaron determinadas metas cuantitativas:

Un crecimiento gradual del PIB a una tasa anual cercana al 6% a finales de 1994; una reducción de la tasa de inflación, para alcanzar un porcentaje cercano al 5% al final de ese periodo; y el equilibrio en la balanza de pagos. La propuesta económica proyectó un ajuste fiscal del balance primario para alcanzar un excedente del 6.5 del PIB durante 1989-91 y un 5% del PIB durante 1992-94 (Katler, 1992:12).

El andamiaje que permitiría cumplir esas metas se articuló a partir de un conjunto de medidas de política económica incorporadas en los pactos económicos² que incluían una combinación de elementos de ajuste fiscal y monetario, por una parte, y de controles a los precios y salarios, por otra, en lo que se conoce como programas de ajuste de tipo heterodoxo. El control ejercido sobre el gasto público para generar un superávit de las finanzas públicas, más la contención salarial presionarían la demanda y harían que bajara la inflación. En contraparte, una mayor apertura comercial facilitaría la entrada y salida de agentes y capitales del mercado, lo que redundaría en el incremento de la competitividad interna y en la eficiencia económica. La propuesta de la política económica también se orientó a acelerar los procesos de desregulación y liberalización, desde la perspectiva de la teoría económica neoclásica, base de la propuesta económica oficial, la intervención pública en los procesos económicos reduce la eficiencia de los mercados, provoca alteraciones en los precios relativos e inhibe el equilibrio automático de los mecanismos propios del mercado.

En consecuencia, el programa económico de la administración que se inició en diciembre de 1988, se dirigió a ampliar la apertura comercial, modificar la estructura de deuda gubernamental, cambiar el régimen de inversión extranjera y desregular las actividades económicas (Katler, 1992; Holden y

Rajapatirana, 1995). Los cambios estructurales que se produjeron ayudaron para atraer una mayor inversión extranjera, cubrir la brecha entre el ahorro interno y la inversión, y crear una estructura económica más dinámica, orientada al mercado externo. Con ello mejoraron las posibilidades de alcanzar un crecimiento con estabilidad. En ese contexto, la desregulación del sistema financiero y la adecuación de las políticas monetaria y de tipo de cambio a las nuevas condiciones de apertura de la economía eran indispensables para atraer capitales y apuntalar las transformaciones económicas.

Sin embargo, más allá del discurso de que la liberalización y la desregulación fortalecen los mecanismos de asignación eficiente de los mercados, en la práctica hay una actitud decidida por recomponer los espacios económicos internos y alentar una reorganización entre los diferentes capitales a favor de aquellos vinculados con la especulación financiera internacional (Correa, 1992; Huerta, 1995; 1997a; 1997b). Esto es resultado, en parte, de que en la reestructuración capitalista mundial, que ha acompañado a la globalización financiera, los países menos desarrollados con grandes necesidades de inversión se vean obligados a readecuar su dinámica de acumulación interna en función de los cambios y las formas que van asumiendo la inversión y la especulación internacionales (Morera, 1995).

Los logros de la estabilización y el auge de la economía mexicana

En la estrategia de estabilización de la economía, la conducción política monetaria es clave para incentivar el ingreso de capitales del exterior y, con ello, apuntalar una propuesta económica dirigida a ensanchar la apertura de la economía a los mercados y a los capitales internacionales, en un ámbito de crecimiento sostenido y de presiones inflacionarias mínimas. De ahí que el objetivo central de la política monetaria sea reducir la inflación y, a partir de las variaciones en el crédito interno neto del Banco de México, buscar que el crecimiento de la base monetaria sea congruente con los niveles de actividad económica y con un financiamiento público no inflacionario.

En ese contexto, una política monetaria antinflacionaria es fundamental en el ajuste económico, pues con una inflación bajo control y una

paridad cambiaria estable se puede garantizar la valorización de los activos financieros y mantener el flujo de recursos del exterior, lo que también incidirá en el fortalecimiento de la reserva internacional (Dornbusch y Fischer, 1988). Entonces, con mayores reservas va a ser posible sostener una estrategia de tipo de cambio semifijo,³ que opera como ancla nominal de la economía. Esto adquiere relevancia en la medida en que:

El ingreso de capitales ayudó a mejorar el desempeño de la economía[...] porque permitió evadir las restricciones del bajo ahorro interno, posibilitó el manejo más flexible de las políticas monetaria y fiscal, compensó el déficit externo y elevó las reservas internacionales (Chavéz, 1995).

De ahí que, entre 1990 y 1994, la política monetaria se haya dirigido a combatir la inflación, reduciendo la capacidad de gasto de la economía en su conjunto, y a compensar los movimientos en la reserva internacional.⁴ Entre los factores a los que estuvo ligada de manera directa ese manejo monetario son, por su importancia, los siguientes:



- a) La transformación de la estructura de la deuda gubernamental que vino con la diversificación de valores públicos y la expansión en los plazos de sus vencimientos.⁵ De forma tal que a la emisión de cetes se sumó la de petrobonos y bondes, y para ofrecer a los inversionistas valores que les permitieran cubrirse de la inflación y del riesgo del tipo de cambio se emitieron los ajustabonos y los tesobonos.⁶
- b) El saneamiento de las finanzas públicas que se apuntaló con los ingresos derivados de la profundización del programa de privatización de empresas públicas⁷ y con la caída en el gasto gubernamental.⁸ Ambos elementos hicieron posible alcanzar un superávit primario.
- c) La transformación del sistema financiero internacional y el auge de los mercados emergentes. Los rendimientos ofrecidos por los instrumentos financieros nacionales y las nuevas oportunidades de negocios, que brindó la reestructuración económica, convirtieron al país en uno de los principales receptores de capital a nivel internacional.⁹

Estos factores influyeron en el comportamiento de la economía, ya que mientras la desregulación financiera internacional y el auge de los euromercados dieron, desde los años setenta, un mayor dinamismo al movimiento de capitales¹⁰ que aceleró la apertura de los diferentes mercados financieros, el reingreso de México a los mercados internacionales de capital¹¹ hizo posible que entre 1989 y 1992 se contratara deuda adicional, pública y privada por 24 mil 190 millones de dólares (Calderón, 1995:126). En esta dinámica, para 1994 la deuda externa consolidada neta del sector público representó el 27% del PIB. Este porcentaje nos da una idea tanto de la carga financiera que el endeudamiento adicional terminaría imponiendo al financiamiento del sector público, como de las inquietudes que se generaron respecto de las posibilidades de una "corrida" sobre las obligaciones nacionales y de una potencial incapacidad de pago del país.

Sin embargo, la política antinflacionaria y las grandes entradas de capital que se produjeron a partir de 1990 mejoraron las expectativas de crecimiento de la economía. Con mayores recursos se pudieron reducir las tasas de interés nominales y mantener el tipo de cambio con variaciones anuales mínimas. Éste pasó de 2.54 pesos por dólar en 1989 a 3.05 pesos por dólar en 1993.

La rentabilidad de las inversiones financieras en el mercado nacional se incrementó con menor inflación y estabilidad cambiaria, lo que generó una corriente de ingresos que en 1993 alcanzó los 34 mil millones de dólares equivalentes al 9% del PIB global y al 22% del total de capitales que recibieron los países en desarrollo (Schwartz, 1995: 911). El ingreso de recursos del exterior, que se dio a partir de 1991, permitió que en febrero de 1994 las reservas internacionales alcanzaran los 29 mil 300 millones de dólares. En consecuencia, se pudo financiar el crecimiento del déficit en cuenta corriente y, aunque fuera de manera temporal, aminorar las posibilidades de que el peso sufriera una pérdida cambiaria acelerada.

Así, la actividad económica se expandió con un tipo de cambio semifijo, que tendió a sobrevaluarse conforme fue avanzando el tiempo, y una menor inflación que mejoró la percepción de corto plazo de los inversionistas, sobre todo de aquellos interesados en participar en los mercados financieros (véase cuadro 1), ello independientemente de que a mediano plazo el endeudamiento y el desequilibrio en el sector externo se pudieran volver, como finalmente ocurrió, insostenibles.

CUADRO 1
Evolución de la economía 1989-1993

Año	Inflación anual	Ti (Cetes a 28 días)	PIB
1989	20.01	40.43	3.3
1990	26.65	25.94	4.5
1991	22.66	16.20	3.6
1992	15.51	16.88	2.8
1993	9.75	12.19	0.7

Fuente: Banco de México, Informes Anuales y Sistema de Cuentas Nacionales.

La recuperación de la economía, y los elementos claves en esa recuperación, nos llevan a plantear que el incremento en la actividad económica y en las decisiones de inversión –cuando prevalecen importantes desequilibrios sectoriales¹² y una competitividad que está por debajo de los estándares internacionales– depende en gran medida de los pronósticos que hacen los agentes económicos, en análisis de muy corto plazo, de la evolución de la tasa de interés y el valor del tipo de cambio real. Entonces,

no debe sorprender que el margen de maniobra que se tiene en caso de un ataque especulativo contra la moneda nacional sea muy estrecho porque cualquier alteración abrupta en las variables referidas induce cambios en las preferencias de los inversionistas, y una vez que esos cambios se producen se acelera la salida de capitales y aumentan las posibilidades de ocurrencia de una crisis cambiaria.

La recuperación y el dinamismo en el sistema financiero

Con las grandes entradas de capital disminuyeron las percepciones de riesgo cambiario y se generó un ambiente económico favorable. En ese contexto, la reforma institucional en el sector financiero y la liberalización de las operaciones financieras, en un primer momento resultaron en la profundización del sistema financiero, y en el incremento de los montos de financiamiento de la banca comercial y de la banca de desarrollo al sector privado. De esa manera, mientras el ahorro financiero¹³ registró un crecimiento real anual de 14.5% en promedio, y el agregado monetario M2 alcanzaba un incremento real del saldo de 26.8% en promedio entre 1989 y 1993 (véase cuadro 2), el financiamiento de la banca comercial al sector privado, como porcentaje del PIB, pasó del 14% en 1988 al 40% en 1994. Otro tanto sucedió con el crédito otorgado por la banca de desarrollo, que pasó de 15.6% en 1991 a 16.4% en 1992 y a 19.4% en 1993, respecto del PIB.

Como parte de la reforma financiera, los cambios en el mercado de valores no se hicieron esperar. La eliminación de las restricciones que impedían la libre

CUADRO 2
Incremento real del saldo

Año	M1	M4	M4 como porcentaje del PIB
1989	17.1	25.7	39.9
1990	26.6	12.3	44.1
1991	84.0	9.3	45.1
1992	4.5	7.3	45.8
1993	18.8	17.9	52.7

Fuente: Banco de México, Informes Anuales.

negociación de valores y los atractivos rendimientos para las inversiones financieras resultaron en cuantiosas entradas de capital que ingresaron a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Estos recursos hicieron que el índice de precios y cotizaciones pasara de 250 puntos en 1989 a dos mil 500 puntos en 1994, hecho sin precedentes considerando que la capitalización del mercado fue del 43% del PIB en 1993 (Felman y Kumar, 1994). En ese último año, el valor en dólares de las acciones cotizadas en el propia BMV fue de 200 mil 613 millones de dólares, 44.5% más que en 1992, y la inversión acumulada de residentes del exterior representó el 27.2% del valor de capitalización en dicho mercado. Un aspecto particular de la operación de la BMV es que en los años de mayor auge, 1992-1993, el 70% de la inversión fue inversión de cartera (Morera, 1995:1064).

Ese comportamiento fue verdaderamente sorprendente si consideramos que la experiencia en los países desarrollados indica que los incrementos pronunciados en los índices de los mercados de valores sólo se observaban en el transcurso de varias décadas. Y con la liberalización financiera, el crecimiento en los mercados de valores de los países emergentes

durante las dos décadas pasadas se multiplicó varias veces en periodos de tiempo muy cortos (Singh y Weisse, 1998).

Los datos anteriores nos permiten afirmar que el mayor nivel de intermediación financiera fue una derivación del dinamismo de los mercados financieros internacionales y de las oportunidades de inversión que se produjeron internamente entre 1990 y 1994. Ya que en un ambiente de gran movilidad de capital y, por tanto, de rápida sustitución entre valores, la estabilidad macroeconómica y los diferenciales de tasas de interés que se mantuvieron respecto a las tasas externas aceleraron la recomposición de las carteras de inversión en el plano internacional generando posiciones a favor de los valores nacionales.

Esta situación se explica porque las variaciones en la tasa de interés van a influir en la composición de los portafolios de inversión de las empresas y de las personas, ya que con rendimientos reales por encima de los prevalecientes en los mercados internacionales, las inversiones de cartera van a tener mayor preferencia frente a las inversiones directas. Además de que en un ambiente que se puede empezar a percibir como volátil, las primeras se pueden desplazar rápi-



damente entre mercados, y las últimas están sujetas a costos de entrada y salida (Arellano *et al.*, 1993:385), por lo que carecen de movilidad inmediata.

Sin embargo, a mediano plazo mantener tasas de interés reales por encima de las prevaecientes en el mercado internacional se torna en una arma de doble filo; se induce la entrada de capitales y se fortalece el tipo de cambio, pero al mismo tiempo el mercado financiero se convierte en un receptor de la inflación internacional. En estas condiciones se siembran las semillas para la inestabilidad y la fragilidad financieras (Minsky, 1982b).

La evaluación externa de resultados de la reforma económica

La impresión internacional que inicialmente se tuvo del programa de estabilización económica y de la desregulación y liberalización de operaciones financieras fue exitosa. La economía estaba creciendo, la inflación disminuía y se había incrementado la derrama crediticia en condiciones de mejoramiento de los costos del financiamiento. Al mismo tiempo, se observaba un fuerte incremento en las inversiones en la BMV, tanto en relación con la inversión de cartera como con la circulación total de valores, que medida en términos reales había aumentado en 25% de diciembre de 1992 a diciembre de 1993.

Esa visión exitosa era compartida, por lo menos así fue en los primeros años de la década de los noventa, por los principales organismos financieros multilaterales: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Para estas instituciones, los avances obtenidos en materia económica y financiera entre el periodo de la "represión financiera" y la liberalización de los sistemas financieros, eran muestra de la eficacia del programa económico y de la fortaleza de la reforma financiera (IMF, 1992:41). Sin embargo, posteriormente se haría evidente la permanencia de los desequilibrios en la economía mexicana, que no pudieron ser revertidos con la estrategia de modernización económica y el debilitamiento de los intermediarios financieros.

De esa forma, los problemas que en los siguientes años enfrentaría la banca y el fortalecimiento de las operaciones de tipo especulativo en el mercado de valores serían la expresión no sólo de la fragilidad del sistema bancario, sino también de la inestabilidad del funcionamiento del mercado monetario y de valores (Singh, 1997).

La crisis de la economía mexicana y el deterioro del funcionamiento de los intermediarios financieros

El desenlace económico de diciembre de 1994 y la consiguiente crisis financiera, tienen diversas raíces entre las que se pueden mencionar una política económica que propició una expansión financiera basada en la especulación, la vulnerabilidad en el sector externo y un ambiente financiero internacional altamente inestable. En ese contexto, los elementos que aceleraron la crisis financiera fueron:

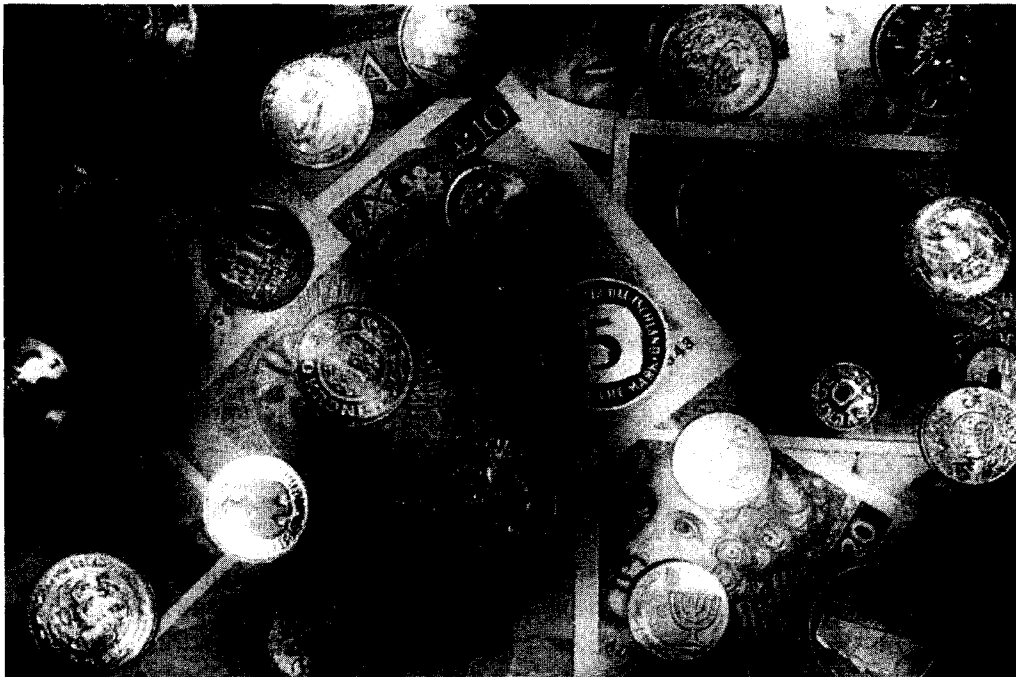
1. Las condiciones estructurales del propio sistema financiero.
2. El manejo de la política monetaria y el financiamiento público.
3. La salida de capitales que se experimentó a partir del primer trimestre de 1994.

En su conjunto esos tres elementos están de alguna manera relacionados con el éxito inicial de la reforma financiera, pero finalmente van a afectar la dinámica de acumulación interna y la capacidad de pago de la economía, con las consecuencias que ello tiene para el funcionamiento de los intermediarios financieros, la inversión y el crecimiento.

La estructura financiera en México

La existencia de asimetrías de información y de competencia imperfecta, en un sistema financiero como el mexicano, con una estructura de mercado de tipo oligopólica (Romero, 1998) van a constituir un serio impedimento para que la intermediación financiera sea funcional al crecimiento. Esto tiene que ver con el hecho de "en México, la banca comercial presenta un alto índice de concentración de activos y de cartera, y en 1993, Banamex y Bancomer concentraban el 57.2% de los activos totales; le seguían Serfin, 14.5%; Mexicano, 10.1%; Comermex, 8.8%. En el caso de los créditos otorgados, los dos primeros bancos concentraron el 58.2% del total" (Girón, 1994:1069). Lo mismo se repite por el lado de los pasivos, ya que en 1993, dos de las instituciones financieras más grandes, Banamex y Bancomer, concentraban el 47% del total de pasivos del mercado.

Esta situación no es nueva, pues históricamente el sistema bancario en México ha estado altamente concentrado, pero lo notable es que uno de los ar-



gumentos más socorridos para apoyar la reforma financiera era que al desregular el mercado financiero se podría inducir una mayor competencia y revertir la concentración en el mismo, pero ha sucedido lo contrario. El deterioro de los indicadores de operación de la banca,¹⁴ que se registraron a partir de 1993, y la fragilidad y el debilitamiento de los intermediarios financieros han provocado una recomposición que mantiene la concentración interna en el sistema financiero y ha alentado la transnacionalización en la banca. De esa forma, los bancos nacionales más grandes y los bancos extranjeros han ido absorbiendo a instituciones financieras de menor tamaño, reproduciendo la concentración que tradicionalmente ha caracterizado al sistema financiero. Fenómeno que, con sus particularidades, se repite en el caso de los intermediarios financieros no bancarios.¹⁵

La concentración se ha acompañado de altos riesgos bancarios, que en la secuela de la crisis bancaria se han traducido en la contracción del financiamiento. Esto es que frente a una mayor incertidumbre aumentan las posibilidades de incurrir en el riesgo de crédito, asociado con la calidad de los préstamos y la potencial realización de operaciones fraudulentas; en el riesgo de insolvencia, que se deriva fundamentalmente de la administración de los activos y los pasivos de las instituciones bancarias y; el riesgo de tasa de interés, ya que en el caso de que esta variable experimente grandes fluctuaciones, como sucedió en

México en 1995 y 1996, se impide el reembolso de los préstamos bancarios, tanto del principal como de los intereses (Sinkey, 1993; Rose, 1993).

En este punto es importante señalar también que la persistencia de altas tasas de interés, como las que siguieron a la crisis financiera de 1994, se traduce en un fenómeno de discriminación entre los diferentes proyectos de inversión. Los que aparentemente son más rentables están en mejor posición para cubrir los costos relacionados con la obtención de los créditos, lo que será posible si el negocio tiene éxito, y pueden obtener recursos internamente o en los mercados financieros internacionales, en tanto que los proyectos con pronósticos de menores ganancias automáticamente se quedan sin acceso al financiamiento. En estas circunstancias, el incremento en la percepción del riesgo que hacen los intermediarios respecto a la capacidad de pago de los deudores se va a expresar un proceso de racionamiento de crédito y un aumento en los problemas de selección adversa y riesgo moral (Stiglitz y Weiss, 1981).

Política monetaria y financiamiento público

En cuanto al segundo elemento, el relacionado con el manejo de la política monetaria y el financiamiento público, hay que detenernos en el cambio que se da entre una política monetaria "acomodatícia", cuyo

objetivo era reducir la inflación controlando la liquidez, a partir de incidir en la tasa de interés, hacia una política monetaria marcadamente restrictiva que se va a concentrar en buscar a toda costa la reducción de los agregados monetarios para abatir la inflación. En ese cambio entre un esquema de política monetaria y otro, la estrategia de financiamiento público y la colocación de valores gubernamentales va a ser crucial en el desenlace de 1994.

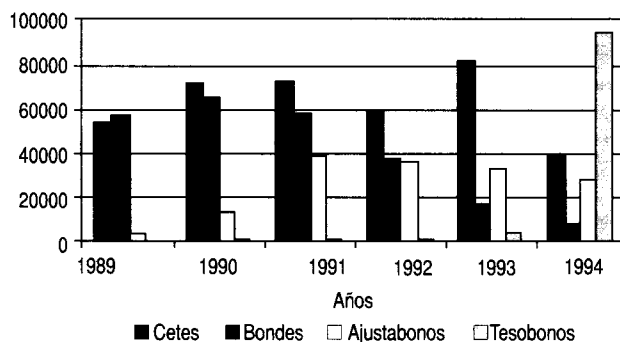
El elemento que articuló a la política monetaria y al financiamiento público fue la tasa de interés. Ésta sirvió como "imán" en la colocación de los valores públicos, y permitió al Gobierno financiar sus actividades; pero al mismo tiempo se le utilizó como medio para estabilizar las cuentas con el exterior (Mantey, 1995) y mantener la paridad cambiaria. El problema es que para atraer mayores capitales se tuvieron que ofrecer tasas de interés reales por encima de las existentes en el mercado internacional, y un tipo de cambio estable que permitiera a los inversionistas cubrirse de una posible pérdida cambiaria. Ambas medidas se tomaron como condición necesaria para garantizar la valorización de las inversiones financieras.

En esa lógica, las tasas de interés de los valores gubernamentales (cetes) tuvieron niveles, que una vez descontada la inflación, superaban en poco más de tres veces las tasas de interés ofrecidas por los *Treasury Bills* del gobierno estadounidense. Así, mientras en ese país las tasas de interés se ubicaron a finales de 1992, 1993 y 1994 en 3.25, 2.84 y 5.53%, respectivamente; el Costo Porcentual Promedio (CPP) en México, para esos mismos años, alcanzaba valores de 16.77, 10.67 y 31.0%, respectivamente.

Sin embargo, cuando las condiciones del mercado internacional comenzaron a cambiar en respuesta al incremento que desde mediados de 1993 se empezó a dar en las tasas de interés estadounidenses, la liquidez interna comenzó a reducirse y, frente a un amplio desequilibrio en el sector externo, las altas tasas de interés internas terminaron por afectar la capacidad de pago de las empresas y de las familias. De tal suerte que desde 1993, una parte de los recursos que se obtenían en el sistema financiero se estuvieran utilizando no para cubrir el principal de créditos, sino simplemente para cubrir parte de los intereses de préstamos que se habían adquirido con anterioridad, situación que estaba alentando una economía de tipo *ponzi* (Minsky, 1982a).

A pesar de los riesgos asociados con el manejo de altos réditos, esta práctica se mantuvo para asegurar la colocación de los valores gubernamentales. Más aún, se favoreció la colocación de valores indexados al tipo de cambio, que por su potencial para la obtención de ganancias rápidas, se convirtieron, sobre todo para los inversionistas del extranjero, en un inmejorable medio de especulación. De esta forma, en 1993 del total de valores gubernamentales, que ese año ascendió a 135 mil 610 millones de pesos, el monto de tesobonos fue de tres mil 841.7 millones de pesos, y para 1994 de los 171 mil 306 millones de pesos de deuda interna en la forma de valores gubernamentales, los tesobonos sumaron 94 mil 979 millones de pesos, es decir, la tenencia privada de tesobonos pasó de poco menos del 2% en 1992 a más del 60% en 1994 (véase gráfica I).

GRÁFICA 1
Colocación de la deuda interna a través de valores



Fuente: Elaboración propia con datos de los indicadores económicos del Banco de México.

En el preámbulo de la crisis, y por las consecuencias que para la economía y para el sistema financiero tuvieron tanto el esquema de política monetaria como la estrategia de financiamiento público, puede afirmarse que ambas fueron sumamente costosas para el país.

Los flujos de capital internacional

El último factor asociado con la crisis bancaria es el relacionado con el movimiento en los flujos de recursos internacionales y la política cambiaria. Antes

de la crisis de 1994, el tipo de cambio había estado semifijo dentro de una banda de flotación, pero su utilización como ancla nominal durante un largo periodo, desde 1991 hasta 1994, llevó a su apreciación gradual. Así, en tanto la inflación se reducía y las tasas de interés reales ofrecían rendimientos atractivos se alentaba el ingreso de capitales de corto plazo. Los mismos capitales que, colocados en valores denominados en pesos, imponían como condición para su permanencia en el mercado doméstico la estabilidad del tipo de cambio. Esto se volvió un círculo vicioso porque el ingreso de capitales era la condición para la estabilidad cambiaria, y el precio que había que pagar por esos capitales era un mayor nivel de endeudamiento público y el incremento en la fragilidad financiera. Carstens y Werner (2000:142) hacen una descripción precisa de la situación previa a la crisis cuando afirman que:

Mientras los indicadores de la deuda y del presupuesto gubernamental presentaban un panorama de solvencia del gobierno mexicano, los vencimientos de corto plazo de la deuda gubernamental existente en esos momentos (en particular de los tesobonos) expusieron al país al pánico financiero.

Por otro lado, parte del volumen de los recursos que ingresaban a la economía se canalizaban a consumo en el exterior, lo que explica que en el paso del auge económico a la crisis, aunque las exportaciones se habían incrementado de mil 700 millones de dólares en 1988 a cinco mil 320.4 millones de dólares en 1994, en el mismo periodo las importaciones también fueron ganando terreno al pasar de mil 907.3 millones de dólares a seis mil 998.0 millones de dólares. De esta situación se derivó un saldo comercial deficitario y una presión excesiva sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos (véase cuadro 3).

A pesar de que entre 1991 y 1993 se habían producido importantes entradas de capital, que en términos de la inversión de cartera habían significado el 75% de la inversión foránea total en México durante los seis años previos a la crisis (García, 1995:932) con el deterioro de los indicadores económicos, ese proceso se revertiría produciendo salidas de capital de gran magnitud.

En la medida en que se hicieron más fuertes las perspectivas de riesgo cambiario, ya que la condición deficitaria de las cuentas en el sector externo y la influencia adicional que, sobre las condiciones de

CUADRO 3
Balance en cuenta corriente y de capitales

Año	Balanza en c. corriente	Balanza en c. de capitales	Balanza comercial
1989	-3 558	3 176	415
1990	-5 252	8 297	-882
1991	-14 983	24 507	-7 279
1992	-24 804	26 419	-15 933
1993	-23 393	32 482	-13 481
1994	-29 419	14 548	-18 464

Fuente: Indicadores económicos del Banco de México y del Sistema de Cuentas Nacionales.

arbitraje internacional, tuvo el incremento de las tasas de interés estadounidenses, cuando éstas pasaron de 4.05% a finales del primer trimestre de 1992 a 5.53% a finales del cuarto trimestre de 1994, se aceleró la salida de capitales y se hizo inevitable el ajuste cambiario.

Así, la combinación entre el deterioro de las cuentas con el exterior y la salida de capitales se creó un ambiente económico marcado por un alto riesgo cambiario y una potencial situación de insolvencia, que tuvo una de sus principales expresiones en la disminución de la reservas internacionales, pues entre diciembre de 1993 y diciembre de 1994 las mismas cayeron de 25 mil 100 millones de dólares a seis mil 100 millones de dólares. El momento de la devaluación había llegado. Éste se efectuó el 19 de diciembre de 1994, cuando las autoridades decidieron sustituir el esquema de tipo de cambio semifijo por una estrategia de tipo de cambio flotante.

El impacto de la devaluación se sintió de manera inmediata en las tasas de interés y en los niveles de inflación. El primer indicador se ubicó en 70.26% en abril y el segundo alcanzó un porcentaje de 32.72% en 1995. A partir de entonces se manifestaron de forma ampliada los problemas de la banca y la imposibilidad de la economía para validar la estructura de deudas que se fue generando en el transcurso del auge económico a la crisis.

La vulnerabilidad económica y su efecto sobre la actividad financiera

Para evitar que la crisis de 1994 tuviera mayores impactos de los que tuvo en el comportamiento del sistema financiero internacional y disminuir el dete-

rioro del riesgo país, había que respaldar el pago de las obligaciones contraídas con los inversionistas extranjeros que habían adquirido valores financieros gubernamentales. Con ese objetivo, un grupo de países e instituciones financieras internacionales, encabezados por el gobierno de Estados Unidos, se organizaron para ofrecer un paquete de rescate financiero cercano a los 50 mil millones de dólares,¹⁶ y con ello garantizar el reembolso de los valores que se adquirieron en el mercado nacional, principalmente de activos financieros de corto plazo (Banamex, 1995).

Se pensaba que con ese rescate financiero y con la aplicación de un tipo de cambio flotante, las variaciones de la tasa de interés permitirían enfrentar los choques externos sin tener que hacer uso de las reservas internacionales. Sin embargo, la crisis que en 1997 volvió a afectar al sistema financiero mostró que, en presencia de los desequilibrios que aún existen en la economía mexicana, el régimen de flotación es insuficiente para evitar los embates del exterior. Lo que ha llevado a que cada vez que se producen escenarios de turbulencia financiera internacional el Banco de México recurra a sus reservas—sólo en agosto de 1998 se comprometieron 200 millones de dólares de la reserva— para hacer que el tipo de cambio no varié de manera abrupta.¹⁷ Si bien es cierto que ésta no ha sido una práctica sistemática del Instituto Central, reducir los movimientos del tipo de cambio por esa vía,¹⁸ también ha contribuido para que las tasas de interés no se reduzcan y, en tal situación, no es posible fortalecer ni al mercado financiero ni reactivar el crédito.

Dos problemas adicionales complican la política de libre flotación. Por una parte, el ajuste del tipo de cambio está influido por las compras de papel que los inversionistas extranjeros hacen en los mercados emergentes y por las expectativas en torno de los precios futuros de las tasas de interés. Así, la dependencia que se tiene de las entradas de capital limita, en la dinámica del funcionamiento del sistema financiero internacional, las posibilidades para enfrentar eficazmente un choque especulativo. Por otra parte, están los resultados en la balanza de pagos, ya que mientras un menor déficit favorece la estabilidad cambiaria, el caso contrario contribuirá para que se produzca un mayor deslizamiento.

En términos de la política monetaria, que en adelante operará como ancla nominal de la economía, el combate a la inflación seguirá siendo su objetivo

central. Por ello, la contracción monetaria se acentuaría a partir de 1996 con la imposición de límites al crecimiento de los agregados monetarios, principalmente de la base monetaria. El procedimiento seguido es reducir la oferta de dinero primario mediante intervenciones en el mercado de dinero. La reducción de la liquidez interna impulsa el incremento de las tasas de interés. De esta forma, las intervenciones del Banco de México en el mercado de dinero nivelan, a favor del mercado local, los flujos de inversión del exterior. El estímulo al incremento de las tasas de interés también viene por el lado de la aplicación de los “cortos” por parte del Banco de México. La mecánica es la siguiente: el Instituto Central fija el monto de crédito a subastar cada día con el objetivo de que el promedio diario de los saldos netos totales de las cuentas corrientes de la banca finalicen con una cantidad determinada. Como los “cortos” han hecho que esa cantidad sea negativa, las instituciones de crédito tienen que pagar dos veces la tasa de ceses para acceder al crédito del Banco de México.¹⁹

Sin embargo, la estrategia monetaria y la política de altas tasas de interés tiene sus límites. Desde 1995 las tasas de interés reales, y la falta de liquidez a que se ha sometido al mercado financiero ha afectado el financiamiento de la inversión (véase cuadro 4). Esta situación ha llevado a que en 1999 el financiamiento de la banca comercial al sector privado representó el 22.6% del PIB, el nivel más bajo desde 1991. La consecuencia de ello es que muchas empresas y familias han quedado al margen de las fuentes de financiamiento y fondeo y, por lo tanto, han visto empeorar sus problemas de sobreendeudamiento (Minsky, 1982b).

CUADRO 4
Financiamiento de la banca comercial al sector privado
(millones de pesos)

Año	Monto	Variación nominal anual	Variación real anual
1995	490 205	13.73	-16.6
1996	437 049	-11.04	-10.8
1997	410 120	-6.16	-6.2
1998	397 988	-2.9	-3.0
1999	347 615	-12.6	-12.07

Fuente: Banco de México, Informes Anuales.

La incapacidad de pago en la economía y el riesgo de que se produjera una "corrida" bancaria llevaron al Gobierno Federal a tomar la decisión de comprar, por medio del Fobaproa, la cartera vencida de las instituciones bancarias. Tan sólo en 1996 esas compras ascendieron a 80 mil 900 millones de pesos, cifra que representó el 6.57% del PIB estimado para ese año. En esas condiciones no es extraño que los principales indicadores financieros de la banca se hayan deteriorado. Ello se expresa en el comportamiento que durante el último lustro han tenido la cartera vigente, la cartera vencida y el índice de morosidad de la banca en su conjunto (véase cuadro 5).

Ese comportamiento de los indicadores de la banca y la caída en el financiamiento, más los recursos que se han invertido para apuntalar al sistema bancario, vía el Programa de Capitalización Temporal (Procapte); los diversos acuerdos con los deudores y los recursos presupuestales destinados, primero al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa); y ahora al Instituto Bancario de Protección al Ahorro (IPAB), muestran que la estrategia de política económica seguida no ha permitido –y es muy probable que en el futuro tampoco lo haga–, la consolidación de la banca ni la recuperación del crédito. Por el contrario, en la medida en que las carteras vencidas se fueron incrementando, la salida que han encontrado los bancos para mejorar sus índices de capitalización y sus operaciones corrientes ha sido la asociación con capitales del extranjero. De tal forma que a finales de 1999, en términos de activo, por sí solas las filiales del extranjero poseían el 18.65% del mercado, y en asociación con los bancos nacionales su participación ya superaba más del 45% del total del mercado.

En cuanto al funcionamiento del mercado de valores se puede decir que su sesgo hacia la realización de operaciones especulativas ha limitado su posible

contribución al financiamiento de la inversión productiva. Así, el comportamiento en blanco y negro que a lo largo de este último lustro ha mostrado la economía, y la permanente fragilidad del sistema financiero, ponen en evidencia que las políticas de estabilización que se aplicaron durante el sexenio salinista y el programa económico zedillista comprometieron la estabilidad financiera, pero además dejan un escaso margen de cobertura para la economía en caso de turbulencias financieras internacionales (Huerta, 1997b).

Finalmente, se puede afirmar que la insistencia en aplicar una política monetaria altamente restrictiva, para controlar la inflación y abatir el déficit público, en presencia de tipo de cambio flotante que tiende a apreciarse, y que se mueve en torno a las variaciones en la tasa de interés, termina por introducir un alto nivel de incertidumbre respecto al funcionamiento de la economía. Esto tiene diversas consecuencias: se incrementa la fragilidad del sector externo, se reduce la liquidez y cae la inversión. En términos de la operación del sistema financiero podemos decir que la disminución del crédito, que se da mientras los intermediarios financieros mantienen sus expectativas de riesgo, lleva a una situación en la que la invalidación de la estructura de deudas cancela las posibilidades de mantener el fondo revolvente (Wray, 1993) que se necesita a nivel agregado para sostener la operación corriente de la economía y evitar la fragilidad del sistema financiero.

Conclusiones

El balance del sexenio del doctor Ernesto Zedillo pasa necesariamente por recuperar la implicaciones que los ajustes económicos realizados durante el gobier-

CUADRO 5
Indicadores financieros
(cifras en millones de pesos)

Concepto	1995	1996	1997	1998	1999	2000/1
Cartera de crédito vigente	556 454.23	665 980.47	583 859.30	724 741.97	828 709.14	824 051.08
Cartera vencida	46 326.42	43 001.78	84 581.99	88 206.98	68 660.11	57 686.81
Índice de morosidad	7.06	6.15	11.34	10.85	8.91	6.61

Fuente: Anuarios Estadísticos de la CNBV.

Para el año 2000 se están considerando datos al mes de junio.

Los datos de cartera vencida corresponden al total del sistema sin bancos intervenidos.

no salinista tuvieron en el funcionamiento de la economía y el sistema financiero en los últimos seis años. Esto es importante en la medida en que en el programa económico zedillista no sólo se profundizaron la apertura y la desregulación de la economía, sino que se continuó con un esquema de política monetaria y financiera sumamente restrictivo que terminó por comprometer el funcionamiento del sistema financiero, y la economía de la mayoría de las familias y de las empresas.

Entonces, las lecciones que deberíamos recuperar a fin de los errores pasados son las siguientes: primero, que altas tasas de interés y un tipo de cambio sobrevaluado son las semillas precisas para la importación de la especulación internacional y la desaceleración del crecimiento. Segundo, que la disponibilidad de ahorro externo está sujeta, por una parte, a las variaciones en los flujos financieros relacionados con el intercambio del riesgo-rendimiento de los portafolios de inversión que se operan en los mercados financieros internacionales y, por otra, que en el mediano y largo plazos las inversiones en las economías emergentes van a depender más de las tasas de crecimiento económico que de los premios ofrecidos en los mercados especulativos. Tercero, que la desregulación financiera sin un esquema adecuado de supervisión de las actividades de intermediación compromete el buen funcionamiento de las instituciones financieras, lo que hace que se vuelvan disfuncionales para el crecimiento económico.

Notas

- ¹ Esto es importante porque en función de un determinado marco teórico y metodológico, que implica una visión específica acerca de cómo debe operar la economía, se establecen las estrategias de política económica.
- ² Una parte importante de la era de los "pactos económicos" se dio entre diciembre de 1987 y 1988 cuando el Pacto de Solidaridad Económica se modificó al menos cinco veces, práctica que se mantuvo vigente en el gobierno salinista con el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico. Lo relevante de estos pactos es que en ellos se establecían las principales directrices de política económica para estabilizar el funcionamiento de la economía.
- ³ El régimen de tipo de cambio semifijo, es decir, el tipo de cambio como ancla nominal de la economía, se mantuvo vigente desde el 11 de noviembre de 1991 hasta el 21 de diciembre de 1994, cuando las autoridades decidieron adoptar un régimen cambiario de flotación.
- ⁴ Política de esterilización parcial de las entradas de capital.
- ⁵ Tan sólo entre 1989 y finales de 1990 se produjo un alarga-



miento de los vencimientos de los valores gubernamentales de 187 a 267 días (Banco de México, Informe Anual, 1990). Sin embargo, como es sabido, esta tenencia se revirtió en la medida en que las condiciones económicas empeoraron desde mediados de 1993.

- ⁶ Contradictoriamente a la estrategia de alargar los plazos para la amortización de los valores públicos, los tesobonos tenían vencimientos de sólo tres meses y estaban indizados al tipo de cambio, hecho que hacia finales de 1994 resultó, junto con la salida de capitales, en un severo impacto sobre el tipo de cambio.
- ⁷ Los ingresos que el Gobierno Federal obtuvo en 1991 por la desincorporación de Telmex y de los bancos privatizados en 1990 ascendieron a 30 billones de pesos.
- ⁸ Principalmente en la parte correspondiente al gasto de inversión.
- ⁹ Esto tuvo un importante efecto sobre el dinamismo de la Bolsa Mexicana de Valores, y mientras al finalizar 1991 el valor en pesos de las acciones cotizadas fue de 303.3 billones de pesos, "[...] el valor de mercado de las acciones del sector comunicaciones (Teléfonos de México) experimentó el mayor de los aumentos con un incremento de 78.7 billones de pesos, al cual le siguieron los títulos de los bancos con un incremento de 25.3 billones de pesos, la industria cementera con 20.3 billones y 17.2 billones en el valor de las casas comerciales" (Banco de México, Informe Anual:53).
- ¹⁰ Este dinamismo está ligado al comportamiento de la economía estadounidense y a la política de tasas de interés de la reserva federal, pero también a la evolución económica en Japón y Europa.

- ¹¹ Como producto de la renegociación de la deuda que llevó a cabo con los acreedores internacionales en 1989 el entonces presidente Carlos Salinas de Gortari.
- ¹² Este punto se puede ejemplificar considerando las diferencias en los ritmos de expansión que se dan entre la industria maquiladora, la agroindustria y la agricultura, por citar algunos casos.
- ¹³ Definido como el agregado monetario más amplio, M4, menos billetes y monedas en poder del público.
- ¹⁴ A partir de 1998 se ha dado cierta recuperación de la banca, pero ésta no ha tenido una contrapartida en el otorgamiento de créditos.
- ¹⁵ Por ejemplo, en las casas de bolsa.
- ¹⁶ 20 mil millones del Fondo de Estabilización Cambiaria y *swaps* de corto plazo de la reserva federal; 17 mil 800 millones del Fondo Monetario Internacional y 10 mil millones de bancos centrales de los principales países industrializados.
- ¹⁷ En lo que se conoce como "flotación sucia".
- ¹⁸ Sin embargo, en la medida en que disminuye el precio de la paridad cambiaria, sobre la base de los diferenciales de inflación interna y externa, se mantiene la tendencia a generar mayores déficits en la cuenta corriente.
- ¹⁹ El monto de los cortos varía en función de los pronósticos que hace el Banco de México del comportamiento de la inflación y de la necesidad de mantener las tasas de interés en niveles elevados cuando se percibe alguna presión devaluatoria.

Publicaciones Periódicas

- Arellano, Rogelio *et al.* (1993), "El mercado accionario mexicano y sus implicaciones sobre la cuenta corriente", en *Economía Mexicana*, nueva época, núm. 2, vol. II, México.
- Carstens, Agustín y Alejandro Werner (2000), "Monetary Policy and Exchange rate Choices for Mexico", en *Cuadernos de Economía*, núm. 110, México.
- Felman, R. y S. Kumar (1994), "Emerging Equity Markets: Growth, Benefits and Policy Concern", en *Paper on Policy Analysis and Assessment*, PPAA/94/7, Estados Unidos, IMF.
- García, Samuel (1995), "Corrientes de capital y lecciones de la crisis financiera mexicana", en *Banco Nacional de Comercio Exterior*, núm. 12, vol. 45, México.
- Girón, Alicia (1994), "La banca comercial de México frente al TLC", en *Banco Nacional de Comercio Exterior*, núm. 12, vol. 44, México.
- Katler, Eliot (1992), "The Mexican Strategy to Achieve Sustainable Economic Growth", en *Occasional Paper 99*, Washington, IMF.
- Mantey, Guadalupe (1996), "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva", en *Problemas de Desarrollo*, núm. 107, vol. 27, México, IIE/UNAM.
- Morera, Carlos (1995), "La reorganización del capital en México", en *Banco Nacional de Comercio Exterior*, núm. 1, vol. 45, México.
- Romero, Carlos (1998), "Competencia y regulación en el sector bancario de México después de la privatización, 1992-1996", en *Economía, Teoría y Práctica*, núm. 9, México.
- Rose, Peter (1993), *Commercial Bank Management*, Irwin.
- Schwartz, Moisés (1995), "Los mercados emergentes y el desafío del capital externo", en *Banco Nacional de Comercio Exterior*, núm. 12, vol. 45, México.
- Singh, Ajit (1997), "Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development", en *The Economic Journal*, núm. 442, vol. 107, Estados Unidos.
- Singh, Ajit y Bruce Weisse (1998), "Emerging stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macro Perspectives", en *World Development*, núm. 4, vol. 26, Gran Bretaña.
- Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", en *American Economic Review*, núm. 71, vol. 45, Estados Unidos.
- Wray, Randall (1993), "Money, Interest Rates, and Monetarist Policy", en *Journal of Post Keynesian Economics*, núm. 15, vol. 4, Estados Unidos.
- Revista de Comercio Exterior, varios números.

Fuentes Bibliográficas

- Correa, Eugenia (1992), *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, México, IIE/ UNAM.
- Calderón, Jorge (1995), "Por una política de ingreso y gasto público que impulse el desarrollo nacionales", en *Problemas macroeconómicos de México. Diagnóstico y Alternativas*, t. II México, UAM/INESER- JP.
- Chávez, Marcos (1995), "México: políticas de estabilización y costos sociales", en *Problemas macroeconómicos de México. Diagnóstico y alternativas*, t. II, México, UAM/INESER-JP.
- Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer (1988), *Macroeconomía*, México, McGraw-Hill.
- Holden, Paul y Sarath Rajapatirana (1995), *Unshackling the Private Sector. A Latin American Story*, Washington, World Bank.
- Huerta, Arturo (1995), "Política de estabilización y crecimiento sostenido con distribución del ingreso: una propuesta para México", en *Problemas macroeconómicos de México. Diagnóstico y Alternativas*, t. II, México, UAM INESER JP.
- Huerta, Arturo (1997a), *Carteras vencidas, inestabilidad financiera*, México, Diana.
- (1997b), *Globalización y cracks*, México, Expansión.
- IMF (1992), *Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth*, Washington, DC., Estados Unidos.
- Minsky, Hyman (1982a), *Can it Happen again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, M. E. Shape Inc.
- (1982b), *The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Sinkey, Joseph (1993), *Commercial Bank Financial Management*, In the Financial Services Industry, Nueva York, Mac Millan Publishing.

Otros documentos

- Examen de la situación económica (1995), Banamex vol. LXXI, núms. 830 y 831.
- Informe Anual del Banco de México, varios números.
- Mantey, Guadalupe. (1995), "La liberalización financiera en México y su efecto en el ciclo económico", ponencia presentada en el *Simposio Internacional sobre Ciclos Económicos y Financieros y el TLCNA: Problemas y Análisis Micro y Macroeconómicos*, México.