

Evolución del régimen macrofinanciero mexicano

HÉCTOR GUILLÉN ROMO*

Si siguiendo a Hicks¹ se hace a menudo la distinción entre una economía de endeudamiento (o de crédito), en la cual el financiamiento de aquélla es en esencia intermediado (con crédito bancario), y una economía de mercados financieros (o de fondos propios), en la cual priva el financiamiento desintermediado (con emisión de títulos en los mercados monetarios y financieros).

Se han enunciado varios criterios para distinguir entre ambos tipos de economía.² El primero de ellos es el modo de financiamiento. En la de endeudamiento, el ajuste entre la capacidad y la necesidad de financiamiento se opera principalmente con un mecanismo *indirecto*, es decir, gracias a los intermediarios financieros bancarios y no bancarios. Por el contrario, en una economía de fondos propios predomina el financiamiento directo, por medio de los mercados de capitales.

El segundo criterio de distinción se refiere a la fijación de la tasa de interés. En una economía de endeudamiento ésta es casi fija y está determinada de manera administrativa por las autoridades monetarias (por lo general para cumplir un objetivo de tipo de cambio). En una economía de fondos propios, las tasas de interés constituyen auténticos precios de mercado, en función de las ofertas y las demandas en los diferentes compartimentos del mercado de capitales.

* Profesor del Departamento de Economía y de Gestión de la Universidad de París VIII <h.guillen@wanadoo.fr>.

1. J.R. Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell, Oxford, 1974.

2. Christian Ottavj, *Monnaie et financement de l'économie*, Hachette, París, 1995, pp. 295-296; Jean-François Goux, "Économie monétaire et financière", *Economica*, París, 1998, pp. 124-125.

Por último, el tercer criterio se refiere al papel del banco central como prestamista en última instancia. En una economía de endeudamiento, los intermediarios financieros obtienen con gran facilidad la moneda que necesitan del instituto de emisión gracias a un refinanciamiento automático. En este caso los intermediarios financieros bancarios están estructuralmente endeudados con el banco central, el cual de manera obligada actúa como prestamista en última instancia. En una economía de fondos propios, los mencionados intermediarios prestan si disponen de una base de moneda del banco central; así, éste no está obligado a actuar como prestamista en última instancia. Sólo interviene si el sistema bancario se encuentra amenazado.

Recientemente se ha señalado³ que las economías francesa y la mayoría de las europeas cambiaron de régimen macrofinanciero desde inicios de los años ochenta. En efecto, se considera que pasaron de un régimen de endeudamiento a uno de fondos propios, en el cual las empresas recurren menos al endeudamiento, financiándose principalmente con ahorro y emisión de acciones. Se trata de un cambio de lógica financiera con profundas implicaciones económicas y sociales. En esta perspectiva, nuestro objetivo es analizar las transformaciones del régimen macrofinanciero mexicano durante la segunda mitad del siglo XX.

DEL NACIMIENTO DEL BANCO CENTRAL AL "DESARROLLO ESTABILIZADOR"

Es en la Constitución de 1917 donde comienzan a sentarse las bases jurídicas del sistema monetario y financiero mexicano. En ella se establece la creación de un banco único de emisión controlado por el Estado. Sin embargo, no es hasta 1925 que el Banco de México comienza a funcionar y a tener como principales atribuciones "la emisión y regulación monetarias, el descuento de documentos mercantiles, la regulación de los cambios con el exterior y la realización de operaciones bancarias que requiera la Tesorería de la Federación".⁴ Para impedir un manejo político del banco, desde un principio se buscó dotarlo de autonomía frente al gobierno federal, por lo que la ley prohibía que otorgara crédito primario.⁵

Sin embargo, en los hechos el instituto central comenzó a operar más como un banco comercial. La asociación de los bancos privados era voluntaria y por tanto también el encaje, equivalente a 5% de los depósitos. Los billetes de esa institución no tenían poder liberatorio ilimitado ni eran de curso forzoso. En estas condiciones, pocos bancos privados se afiliaron, el descuento de documentos fue limitado y el banco realizaba operaciones directas con el público.

Es en 1936 cuando la institución comienza a funcionar como un auténtico banco central. Ese año se concede poder liberatorio ilimitado a los billetes y se decreta la circulación forzosa. Asimismo, se volvió obligatoria la afiliación de los bancos comerciales, así como su participación en el encaje legal. A partir de ese momento, el banco central se constituyó en un sólido pilar del sistema financiero mexicano que alcanzó una gran madurez durante el llamado desarrollo estabilizador (1958-1970).⁶

En este período el sistema bancario privado estaba basado en los principios de la separación de los mercados monetario y de capitales, y en el de la *especialización* de las instituciones financieras. Había seis tipos de ellas: bancos comerciales, instituciones de ahorro y préstamo, financieras, hipotecarias, bancos fiduciarios y bancos de capitalización y ahorro. Las tres primeras operaban en el mercado monetario, aportaban fondos de menos de 180 días y tomaban participación en el capital de las empresas. Las tres últimas actuaban en el mercado de capitales y aportaban fondos de más de 180 días mediante bonos a largo plazo y obligaciones.

Aunque la ley estipulaba el principio de la especialización, en la práctica había una estrecha relación entre los distintos tipos de instituciones financieras, llegando al extremo de que en algunos casos los bancos constituían sus propias financieras e hipotecarias. Esto de alguna manera prefiguraba la evolución posterior hacia la banca múltiple. Por otra parte, gracias a una serie de disposiciones implantadas en los años sesenta, rompiendo con lo que habían sido los orígenes del sistema bancario nacional, el gobierno promovió la mexicanización del sector bancario al reservar a los inversionistas nacionales la inversión en la banca, los seguros y las finanzas.

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

El encaje legal era un mecanismo que obligaba a la mayoría de las instituciones financieras (bancos comerciales, financieras e hipotecarias) a depositar en el Banco de México una

3. Dominique Plihon, "L'économie de fonds propres: un nouveau régime d'accumulation financière", en François Chesnais y Dominique Plihon (comps.), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, París, 2000.

4. Antonio Ortiz Mena, *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*, Fondo de Cultura Económica, México, 1998, p. 16.

5. Sin embargo, no está de más señalar que en los años treinta las necesidades de industrialización del país volvieron necesario el crédito primario del Banco de México, alejándose así temporalmente de una gestión ortodoxa del banco central.

6. Antonio Ortiz Mena, *op. cit.*, capítulo 5.

parte de los recursos captados del público. El porcentaje de los depósitos sujetos a esa medida variaba en función de las necesidades de financiamiento del sector público y de la meta de crecimiento de los agregados monetarios fijados por las autoridades.

Los recursos del encaje legal permitían regular la liquidez de la economía, ya que su aumento implicaba una reducción de aquélla por la disminución del multiplicador bancario y viceversa. Por otra parte, una porción de los recursos se destinaba a gasto del sector público, permitiendo así un financiamiento no inflacionario de los moderados déficit que caracterizaron al desarrollo estabilizador. Además, una parte del encaje se destinaba a financiar los fondos de fomento.

Como las instituciones financieras percibían por los recursos de encaje legal una tasa de interés inferior a la de otro tipo de inversiones, aquél constituía un impuesto que le permitía al sector público financiarse a bajo costo.⁷ El efecto perverso de este mecanismo se volvió evidente: “los bancos no desarrollaron lo suficiente sus sistemas de análisis de crédito, ya que el encaje representaba una inversión totalmente segura que no requería de análisis de riesgo”.⁸

Con el propósito de desarrollar sectores considerados prioritarios o de alto beneficio social se permitía que los bancos cumplieran con el requisito de encaje legal otorgándoles créditos a aquéllos en condiciones de costo y plazo favorables. Este encuadramiento del crédito apoyaba la acción de las instituciones nacionales de crédito (Nacional Financiera, Banco Nacional Agropecuario, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, etcétera) y los fondos de fomento⁹ en favor de la agricultura, la industria mediana y pequeña, la exportación de productos manufacturados, el turismo, el desarrollo de la zona fronteriza y la vivienda de interés social.¹⁰

Aunque en muchos países del mundo se consideraba que los gobiernos debían ejercer un control directo sobre los bancos centrales, en México las autoridades financieras tenían una opinión contraria. A este respecto, Antonio Ortiz Mena, entonces secretario de Hacienda y artífice del desarrollo estabilizador, consideraba “que para que los bancos centrales pudieran cumplir con sus funciones, principalmente las relativas a la estabilidad macroeconómica, era necesario que

fueran independientes de los gobiernos”.¹¹ Sin embargo, esto no representaba un obstáculo para que el Banco de México desempeñara un papel indirecto como promotor del desarrollo económico. Así, Mario Ramón Beteta señalaba a principios de los años sesenta que “el Banco de México, sin patrocinar una política crediticia inflacionaria o un deliberado financiamiento deficitario del sector público[...] no ha olvidado la promoción del desarrollo económico”. Más específicamente, esa institución trata de “asegurar la estabilidad monetaria como estímulo al crecimiento general del país, sin pretender que tal estabilidad sea un fin en sí mismo, sino sólo un eficiente instrumento capaz de crear el ambiente adecuado para el desarrollo de la inversión pública y de la privada”.¹²

Así, el sistema financiero mexicano de la época del desarrollo estabilizador estaba dominado por los bancos, y en su muy rudimentario mercado financiero predominaban los títulos gubernamentales de largo plazo y los bonos financieros. En estas condiciones resultaba imposible realizar operaciones de mercado abierto. El Banco de México instrumentaba la política monetaria recurriendo a la intervención directa mediante topes a la tasa de interés, cambios en la razón de requerimientos de reservas, controles cuantitativos del crédito y modificaciones a la tasa de remuneración de los depósitos. Es decir, se utilizaban muchos de los instrumentos que autores como Shaw y Mc Kinnon atribuyen a las economías sometidas a la represión financiera.¹³ A pesar de todo el sistema financiero seguía consolidándose y apoyando a la economía como lo demuestran una serie de indicadores.¹⁴

LOS CIMIENTOS DE LA LIBERACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

En el decenio de los setenta se llevaron a cabo transformaciones institucionales muy importantes: la creación de la banca universal, la internacionalización de la banca mexicana

7. No obstante, los requerimientos de reserva se remuneraban a una tasa lo suficientemente elevada para cubrir los costos financieros y administrativos de los bancos.

8. Antonio Ortiz Mena, *op. cit.*, p. 130.

9. Los fondos de fomento, administrados en su mayoría por el Banco de México, funcionaban como bancos de segundo piso, redescotando a tasas preferenciales los préstamos que los bancos otorgaban a los sectores o las regiones que se pretendía apoyar.

10. Antonio Ortiz Mena, *op. cit.*, p. 130.

11. *Ibid.*, p. 116.

12. Mario Ramón Beteta, “El banco central como instrumento del desarrollo económico de México”, *Comercio Exterior*, vol. XI, núm. 6, México, junio de 1961, p. 354.

13. Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973; Ronald I. Mc Kinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, 1973.

14. Así, por ejemplo, el grado de intermediación financiera medido por la razón de M4 (el agregado monetario más amplio en México) al PIB pasa de 18% en 1960 a 35.9% en 1972. Sergio Ghigliazza, “El papel de la banca central en la modernización financiera”, en Dwight S. Brothers y Leopoldo Solís (comps.), *México en busca de una nueva estrategia de desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, 1972, p. 303. Por otro lado, el financiamiento bancario a la economía pasó de 22.2% del PIB en 1959 a 43.8% en 1970. Antonio Ortiz Mena, *op. cit.*, p. 138.



y la dinamización de los mercados bursátiles,¹⁵ cuyo punto de partida fue la creación de los grupos financieros. A este respecto, se trataba simplemente de legalizar una situación que en los hechos databa de los años cincuenta. En efecto, los bancos especializados habían comenzado a formar, de manera espontánea y coordinada, redes financieras integradas. Por lo general, alrededor de un banco comercial líder del grupo se encontraba una financiera o una hipotecaria, y en el caso de los grupos más importantes, una aseguradora y otras instituciones. Sin embargo, la integración no se limitaba al ámbito financiero. Los grupos financieros se integraban a grupos económicos más amplios.¹⁶ Esta situación permitía que las instituciones financieras captaran el ahorro para dirigirlo a las empresas del grupo.

En estas condiciones, con la reforma de 1970 a la ley bancaria se confirmó la existencia de las redes financieras al permitirseles consolidar sus operaciones, aunque se les obligó a seguir una política financiera coordinada y a garantizar mutuamente su capital. La reforma cubría una laguna legal pero favorecía a los grupos existentes en detrimento de los pequeños banqueros especializados, los cuales no disponían de los vínculos necesarios para formar un grupo. Se trató de superar este problema con la creación en 1974 de la banca universal que sustituyó a los grupos financieros de reciente legalización. Esta reforma, reservada sólo a los intermediarios financieros, tenía como objetivo favorecer la competencia gracias a la fusión de bancos pequeños. Se trataba,

en la óptica liberalizadora de Shaw y Mc Kinnon, de ampliar la gama de operaciones permitidas a los intermediarios para reducir la segmentación de los mercados financieros.

La segunda transformación institucional importante se refiere a la autorización otorgada a los bancos en 1974 para intervenir en los mercados internacionales. A partir de ese año pudieron abrir sucursales fuera del país y participar en el capital de instituciones extranjeras. Esta ampliación de las operaciones foráneas de los intermediarios mexicanos no tuvo como contrapartida la apertura de los mercados financieros locales. Al contrario, éstos continuaron cerrándose, pues en 1978 se prohibió a las sucursales de los bancos extranjeros operar con fondos de los residentes.

Por último, la transformación institucional se manifiesta en una diversificación de los instrumentos ofrecidos a los pequeños y medianos ahorradores y de las fuentes de financiamiento de las empresas con el objetivo de volverlas menos dependientes del crédito bancario. A este respecto cabe destacar la creación en 1975 de la Bolsa Mexicana de Valores a partir de una fusión de las bolsas de México, Guadalajara y Monterrey; la primera emisión de petrobonos y de Certificados de Tesorería (Cetes), estos últimos con el objetivo de aportar al mercado un instrumento líquido de deuda pública adaptado a las operaciones de mercado abierto.

Las transformaciones institucionales estuvieron acompañadas de una reforma al mecanismo del encaje legal para volverlo más simple¹⁷ y de una flexibilización de las tasas de interés. Éstas se fijaron en función de las que regían en el extranjero, tomando en cuenta las anticipaciones del tipo de cambio. Asimismo, se establece una estructura de tasas de in-

15. Geneviève Marchini, *Libéralisation, diversification et internationalisation du système financier mexicain, 1983-1993*, tesis doctoral, Universidad de París XIII, 1997, pp. 79-89.

16. Gregorio Vidal, *Grandes empresas, economía y poder en México*, Plaza y Valdés, UAM, México, 2000.

17. Geneviève Marchini, *op. cit.*, pp. 91-93.

terés, con el pago de una prima a los ahorradores dispuestos a sacrificar liquidez.

En el decenio de los sesenta, caracterizada por el doble fenómeno de la desintermediación financiera y de la fuga de capitales,¹⁸ los esfuerzos para desarrollar los mercados financieros no transformaron en lo fundamental el régimen macrofinanciero mexicano. El sistema financiero continuaba bajo el dominio de los bancos. Varios indicadores corroboran este hecho:

- Los bancos comerciales disponían en diciembre de 1982 de 53% del capital contable de dicho sistema, 27.7% del cual era propiedad de la banca de desarrollo. Así, el sistema bancario en su conjunto controlaba más de 80% del capital. Frente a esto los intermediarios bursátiles sólo eran propietarios de 1.8%. De igual manera cabe destacar la debilidad relativa de los inversionistas institucionales, como las aseguradoras, que poseían sólo 11.8% del capital contable del sistema financiero.¹⁹

- Si el sistema financiero se desagrega en sector bancario y sector bursátil se comprueba el dominio del primero en términos de su capacidad de captación de ahorro. En efecto, en 1982, ésta representaba 29.3% del PIB, frente a sólo 2.8% del sector bursátil.²⁰

- Aunque los bancos captaron recursos muy importantes, las empresas no dispusieron de mecanismos de fondeo estables para financiar la inversión. Esto ocasionaba que la fuente principal de recursos de las empresas fueran los fondos internos.

Los bancos no sólo dominaban el sistema financiero en una situación de fuerte concentración,²¹ sino que tenían una participación activa en el capital de otros intermediarios financieros y en empresas industriales y comerciales.²² La inserción de los bancos en los grupos económicos daba lugar a una asignación preferencial del crédito (en los límites permitidos por el sistema de canalización a determinadas actividades) hacia las empresas de su propiedad, en detrimento de las independientes. Dicho tratamiento de privilegio incluía tasas de interés más favorables, menores garantías de colaterales y renovación automática de las líneas de crédito. En estas condiciones, los bancos terminaron el decenio de los setenta y comenzaron el de los ochenta engrosando sus grandes be-

neficios, no sólo por la elevación del margen bancario sino gracias a jugosas operaciones en el mercado cambiario.

Así, el tránsito de un decenio a otro se llevó a cabo con un régimen macrofinanciero próximo al de una economía de endeudamiento, girando en torno a los bancos. Este régimen acompañó al modelo de industrialización por sustitución de importaciones que mostraba importantes síntomas de agotamiento.

LA NACIONALIZACIÓN BANCARIA Y EL DESPEGUE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En el período de 1982 a 1987 se comprueban dos fenómenos aparentemente contradictorios: la nacionalización de la banca y el despegue de los mercados financieros. La primera²³ reforzó la represión financiera, sin anular lo que desde la lógica neoliberal se calificaba como "proceso de modernización del sistema financiero". En efecto, luego de la nacionalización de los bancos se decidió acabar con su participación en el capital de las empresas no financieras y de los intermediarios financieros no bancarios. Con esto desapareció el grupo financiero-industrial y la noción de una banca a su servicio. La política de reestructuración del sistema financiero aplicada desde 1983 tuvo como preocupación central el deseo del gobierno de mejorar su relación con el sector financiero privado que había sido afectado con la nacionalización. Así, por ejemplo, las ventas de las participaciones de los bancos en el capital de otros intermediarios financieros favorecieron abiertamente a los antiguos banqueros, quienes además habían resultado beneficiados con un cambio de método en el cálculo de la indemnización de los accionistas.²⁴

Bajo control estatal, el sistema bancario prosiguió con su proceso de fusión-concentración en busca de economías de escala y de sanear la situación financiera de algunos intermediarios. Este proceso se acompañó con una serie de medidas para mejorar la cobertura territorial del espacio nacional.

Varios hechos permiten caracterizar el sistema bancario del período 1982-1987.²⁵

- La propiedad estatal de todos los bancos comerciales y de desarrollo, así como de algunas grandes empresas de seguros.
- La disminución del encaje legal que los bancos estaban obligados a depositar en el Banco Central de 50 a 10 por ciento

18. Héctor Guillén Romo, *Orígenes de la crisis en México, 1940-1982*, Ediciones ERA, México, 1984.

19. Geneviève Marchini, *op. cit.*, p. 102.

20. Bolsa Mexicana de Valores, *El proceso de globalización financiera en México*, Colección Planeación y Desarrollo de Mercado, México, 1992, p. 93.

21. A inicios de los ochenta 15 instituciones controlaban un aproximado de 90% del total de recursos del sistema financiero. Héctor González Méndez, "Algunos aspectos de la concentración en el sistema financiero mexicano", *Documentos de Investigación*, núm. 34, Banco de México, marzo de 1981, p. 6.

22. Gregorio Vidal, *op. cit.*, capítulo 3.

23. Sobre las razones de la nacionalización véase Héctor Guillén Romo, *op. cit.*, pp. 113-117.

24. Geneviève Marchini, *op. cit.*, p. 157.

25. *Ibid.*, pp. 155-198; Sergio Ghigliazza, "El papel de la banca central en la modernización financiera", y "Comentarios al artículo de Aristóbulo de Juan", en Dwight S. Brothers y Leopoldo Solís (comps.), *op. cit.*

del pasivo. Esta medida no significó una liberación de los fondos bancarios, dado que se acompañó de un aumento de las inversiones obligatorias de 25 a 65 por ciento del mismo pasivo. Un máximo de 45% de éstas podía canalizarse al gobierno federal y las empresas y organismos públicos. Así, el crédito dirigido por intermedio del sistema bancario reemplazó al encaje legal como mecanismo principal de financiamiento del déficit presupuestario. En la medida en que las reservas obligatorias se remuneraban a la tasa de mercado (o incluso más) y que se realizaban operaciones de mercado abierto en un mercado bastante desarrollado para los Cetes, se contó con un mecanismo de sostén de los beneficios bancarios cuando se reducía la demanda privada de crédito. Así, cuando los bancos tenían un exceso de liquidez debido a la débil demanda de crédito del sector privado aumentaban sus depósitos en el banco central para asegurar un buen margen de rentabilidad. En estas condiciones, la tasa de remuneración de las reservas representaba un auténtico subsidio a los bancos:

- La determinación de la mayor parte de las tasas de interés activas y pasivas, así como las características de los instrumentos de ahorro ofrecidos por los intermediarios eran un atributo de las autoridades monetarias.²⁶ La política en materia de fijación de tasas de interés no logró asegurar siempre un rendimiento real positivo a los ahorradores durante todo el período.

- A pesar de los programas gubernamentales que permitieron la transformación de los pasivos expresados en divisas en deudas en pesos, numerosos deudores se encontraban, a inicios del período que se analiza, en una situación financiera muy precaria por la gravedad de la crisis. Las medidas de apoyo a los deudores y la creación del Fondo de Apoyo Preventivo a las Instituciones de Banca Universal (Fonapre),²⁷ contribuyeron a que el peso de los créditos dudosos disminuyera de 2.8% del crédito total en 1983 a 1.1% en 1987.²⁸ Sin embargo, no hay que perder de vista que la calidad del crédito mejoró porque una gran parte de los préstamos se canalizaba al sector público.

- Como el país en su conjunto, los bancos comerciales fueron sometidos a severas medidas de austeridad en la forma de reducciones de las remuneraciones reales del personal y limitaciones a los gastos, comprendida la inversión física.²⁹

Sin embargo, como se mencionó, el período 1982-1987 no se caracteriza sólo por la represión reforzada del sistema bancario sino por el dinamismo del sector bursátil. En 1983 se inicia un proceso en el cual desde el gobierno se busca fortalecer a las instituciones financieras no bancarias con el propósito explícito de equilibrar un sistema financiero dominado por los bancos. Es así que en este lapso las casas de bolsa, ahora en manos privadas, ganan terreno. En efecto, la captación del sector bursátil pasa de 2.8% del PIB en 1982 a 10.7% en 1987. De manera paralela, en el sector bancario la captación respecto al PIB permaneció prácticamente estable. De representar 29.3% en 1982, pasó a 29.7% en 1987.³⁰ Así, aunque el régimen macrofinanciero mexicano siguió estando dominado por los bancos, el sector bursátil se encontraba en un auténtico “despegue”.

Este despegue, vinculado también al auge del financiamiento de la deuda pública por medio de subastas de títulos públicos, se reflejó en el comportamiento de los agregados monetarios. El medio circulante y los instrumentos bancarios perdieron terreno en favor de los instrumentos no bancarios a corto plazo (Cetes, Tesobonos, Pagafes, Bondes, papel comercial) y de los instrumentos financieros de largo plazo.³¹ Esta tendencia hacia la bursatilización del sistema financiero mexicano se confirma con fuerza hacia fines de los ochenta y principios de los noventa.

EL FIN DE LA REPRESIÓN FINANCIERA Y LA ECONOMÍA DE MERCADOS FINANCIEROS

De 1988 a 1994 el sistema financiero mexicano se transformó profundamente, de manera notable en los puntos siguientes:³²

29. Para un análisis detallado de la política económica en este período véase Héctor Guillén Romo, *El sexenio de crecimiento cero, México 1982-1988*, Ediciones ERA, México, 1990.

30. Bolsa Mexicana de Valores, *op. cit.*, p. 93.

31. En efecto, en 1982 el medio circulante y los instrumentos bancarios representan 89.5% del agregado monetario total, en tanto que los instrumentos no bancarios y los financieros a largo plazo representan el restante 10.5%. En 1987 el medio circulante y los instrumentos bancarios representan sólo 74.9%, en tanto que los instrumentos no bancarios y financieros a largo plazo aumentan su participación a 25.1% de los agregados monetarios. Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras*, México, 1990, p. 470.

32. OCDE, “Mexique”, *Études économiques de l’OCDE, 1994-1995*, París, 1995, p. 95-101; Pedro Aspe Armella, *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1993, pp. 65-94; Geneviève Marchini, *op. cit.*, capítulo III.

26. La principal tasa de referencia para la determinación de las tasas de interés en el sistema financiero mexicano es, desde 1978, la de los Cetes a 28 días. Es la tasa piso de los depósitos bancarios y la referencia fundamental para fijar el costo promedio porcentual (CPP). Si se toma en cuenta que debido a la vinculación con Estados Unidos se debe considerar la variación anticipada del tipo de cambio con el dólar, la secuencia de determinación de la tasa activa es la siguiente: tipo de cambio anticipado → tasa del mercado monetario (Cetes) → CPP → tasa activa. La diferencia entre la tasa activa y el CPP constituye el margen de intermediación bancaria.

27. Este fondo tenía como objetivo mantener la estabilidad del sistema bancario. Se financiaba con aportaciones de todos los bancos, sin apoyo fiscal adicional.

28. Geneviève Marchini, *op. cit.*, p. 188.

- Una serie de medidas tendientes a permitir que los bancos emitan títulos a corto plazo a las tasas de interés del mercado y a que participen plenamente en los mercados de títulos estatales (octubre y noviembre de 1988). Los mercados de títulos son afectados con la introducción de algunos productos derivados en 1992 y la creación en 1993 de un mercado intermedio destinado a financiar a las pequeñas y medianas empresas. De gran importancia son también las medidas de internacionalización de los mercados, como la apertura de los mercados locales a los inversionistas extranjeros (1989-1990) y las disposiciones tendientes a permitir la emisión de títulos de las empresas mexicanas en el extranjero (1989).

- La liberación de las tasas de interés pasivas y activas de los bancos y la eliminación de diversas restricciones en materia de asignación de crédito y de encaje legal (1989) y posteriormente la eliminación de las razones de liquidez (1991).

- La eliminación de las restricciones a las participaciones cruzadas para permitir la formación de grupos financieros integrados verticalmente que incluyan bancos, aseguradoras, casas de bolsa y otros establecimientos especializados (1989).

- Una enmienda constitucional para permitir la propiedad privada de los bancos, lo que preparó el terreno para la privatización total de los bancos comerciales entre 1991 y 1993.

- La adopción de las normas de fondos propios de los bancos prevista en el Acuerdo de Basilea. En 1993 se estableció que los fondos propios debían significar como mínimo 8% de los créditos ponderados.

- La apertura importante y por etapas del sector financiero, intensificada desde enero de 1994 en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

Todas estas medidas se complementaron con la decisión, tomada en abril de 1994, de volver autónomo al Banco de México. Para ello se reformó el artículo 28 de la Constitución mexicana, el cual señala que "El Estado tendrá un banco central autónomo en el ejercicio de sus funciones y su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento".³³ Así, en México con la independencia del banco central se proclama la autonomía de la política monetaria respecto al poder ejecutivo y se prohíbe el financiamiento monetario del tesoro. Con esta medida se pretende restringir el peso de la soberanía estatal en la gestión de la moneda central. Se trata de despolitizar la moneda con el pretexto de dar credibilidad a las políti-

cas antiinflacionarias.³⁴ Al hacer esto se aísla la gestión monetaria de las exigencias de la soberanía política, reduciendo la moneda a un mero instrumento del mercado. En estas condiciones, el país se alejó por completo de la idea dominante durante el desarrollo estabilizador que, como se vio, consideraba al banco central un instrumento de desarrollo económico.

Con todas estas reformas, durante este período el encaje legal dejó de ser un instrumento de política monetaria y se estableció que el Banco de México la instrumente casi de forma exclusiva mediante operaciones de mercado abierto, es decir, en que dicho banco compre y venda títulos gubernamentales (Cetes y otros instrumentos) con el objetivo de influir en la cantidad de dinero en circulación y modificar la base monetaria.

La liberalización financiera originó un fuerte aumento de los instrumentos no bancarios líquidos y de los instrumentos financieros a plazo en los agregados monetarios. En tanto que M2/PIB pasó de 22.3% en 1988 a 32.5% en 1993, M4/PIB aumentó de 34.4 por ciento a 51.9 por ciento en esos mismos años.³⁵ En estas condiciones, el diferencial entre M4 y M2 creció significativamente, pues de representar 12.1% del PIB en 1988 pasó a 19.4% en 1993.³⁶

Todo esto se manifestó en la creciente bursatilización del sistema financiero mexicano, puesto que mientras el sector bursátil ganaba terreno (ya que la captación representaba 14.9% del PIB, en 1990, porcentaje superior al de 1987) el bancario lo perdía (con una captación de 25.8%, inferior a la de 1987).³⁷ Aunque el sistema bancario continúa captando como ahorro una mayor proporción del PIB que el bursátil, éste manifiesta un gran dinamismo que está acercando —según algunos autores— el régimen macrofinanciero a uno de acumulación dominado por las finanzas, lo que conduciría a que la mexicana se comportase como una "economía casino".³⁸ Es en este marco de creciente importancia de los mercados financieros que se da la crisis del sistema bancario mexicano en los años noventa.

33. Citado en Francisco Borja Martínez, "El nuevo régimen del Banco de México", *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 1, México, enero de 1995, p. 14.

34. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, París, 1999, pp. 249-253.

35. La definición de M1 incluye todos los activos que son medios de pago (billetes, monedas y cuentas de cheques en moneda nacional y extranjera). M2 incluye M1 más los instrumentos emitidos por el sistema bancario con vencimiento hasta un año de plazo y aceptaciones bancarias. M3 incluye M2 más los instrumentos emitidos fuera del sistema bancario también con un vencimiento de hasta un año de plazo. Por último, M4 consiste en M3 más los instrumentos financieros con vencimiento mayor que un año.

36. Geneviève Marchini. *op. cit.*, p. 264.

37. Bolsa Mexicana de Valores, *op. cit.*, p. 93.

38. Pierre Salama, "Du productif au financier et du financier au productif en Asie et en Amérique Latine", en *Développement*, Conseil de l'Analyse Économique, La Documentation Française, París, 2000.

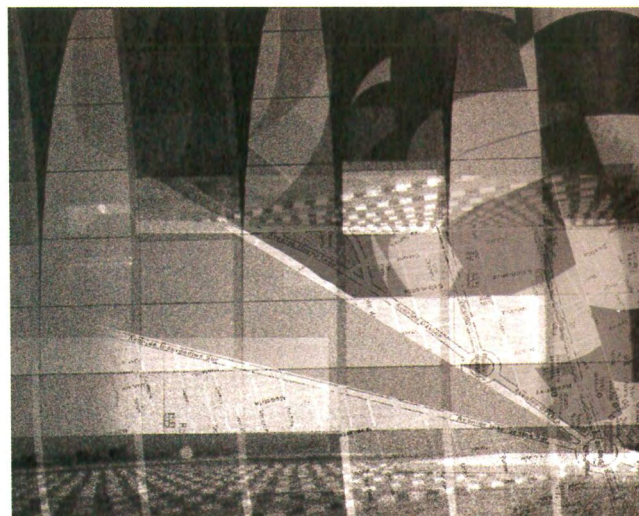
La crisis del sistema bancario

En mayo de 1990 se reforma la Constitución para permitir la propiedad privada de las instituciones bancarias comerciales, con lo que los servicios de banca y crédito quedaron eliminados de la lista de actividades económicas exclusivas del Estado. De 1991 a 1993 se llevó a cabo la privatización total de los bancos comerciales. Como han demostrado diversos estudiosos, el proceso de privatización mostró serias limitaciones. Entre los criterios de selección de los grupos compradores no se privilegió la experiencia en el manejo de los asuntos bancarios y en muchas ocasiones ni siquiera se aseguró la honestidad de los compradores.³⁹ Estos últimos pagaron por los activos, en algunos casos recurriendo al crédito, precios elevados en comparación con otras experiencias privatizadoras.⁴⁰ Con la idea de vender rápido y al mayor precio posible se estaban poniendo los cimientos de la futura crisis bancaria.⁴¹

En la fase que se inicia con la privatización el sector público deja de ser el principal usuario del crédito bancario, el cual se canaliza con una fuerza sorprendente al sector privado, fundamentalmente para el consumo y la inversión residencial, así como para el comercio y los servicios, actividades que la banca nacionalizada había soslayado. El crédito a los sectores primario y secundario perdió importancia en términos relativos. Por otro lado, la asignación de recursos no fue la óptima, ya que la banca comercial, acostumbrada a prestarle al sector público, no disponía de un aparato adecuado de evaluación del crédito. Los préstamos se concedieron con base en hipótesis muy optimistas sobre la capacidad de reembolso de los prestatarios y en un entorno financiero muy competitivo.

A pesar de su rápida expansión, el sector bancario mexicano daba muestras de un relativo atraso cuando se le comparaba con los países de la OCDE.⁴² Las cifras de 1993 revelaban costos de explotación relativamente elevados en los bancos mexicanos. Los márgenes netos de interés en 1993 y 1994 eran de más de cinco puntos porcentuales, contra un promedio de 2.6 en los países de la OCDE de que se dispone de cifras comparables. Además, los gastos de personal eran también ligeramente más cuantiosos.

Por otro lado, en México como en otros países latinoamericanos las normas contables no estaban bien desarrolladas.



Así es que a los depositantes les resultaba difícil evaluar la calidad de los bancos y a éstos conocer la situación de los prestatarios.⁴³ Aunado a lo anterior, México no contaba con normas estrictas sobre la clasificación de préstamos y reservas o con procedimientos estrictos de supervisión bancaria para asegurar su cumplimiento.⁴⁴

En este marco se desarrolla el problema de las carteras vencidas.⁴⁵ A inicios de los noventa el coeficiente de morosidad (cartera vencida/cartera crediticia total) crece hasta alcanzar 16.4% en 1995.⁴⁶ Entre los factores explicativos del crecimiento vertiginoso de las carteras vencidas hay que distinguir los factores micro vinculados al propio funcionamiento de los bancos y los factores macro ligados al modelo económico aplicado desde principios de los ochenta.

En los factores micro hay que recordar que la prudencia no fue la característica central de los banqueros mexicanos para otorgar créditos ni de los clientes para solicitarlos. Cuando los bancos se reprivatizaron en muchas ocasiones cayeron en manos de equipos administrativos sin experiencia bancaria, por lo que se incurrió en prácticas crediticias deficientes (negligencia respecto al destino del crédito y falta de verificación de las condiciones de reembolso, concentración de créditos, préstamos a empresas en las que participaba el banco, falta de correspondencia en los plazos, etcétera). A la incapacidad

39. Orlando Delgado Selley, "Crisis bancaria y crisis económica", en José Carlos Valenzuela (coord.), *El futuro económico de la nación*, Diana, México, 1997, p. 212.

40. El precio obtenido por la venta de los bancos comerciales mexicanos representó 2.8 veces el valor en libros, contra sólo 2.2 veces en el caso de Estados Unidos y Europa. Pedro Aspe Armella, *op. cit.*, p. 181.

41. Arturo Guillén R., *México hacia el siglo XXI*, Plazay Valdés, México, 2000, p. 195.

42. OCDE, *op. cit.*, pp. 97-99.

43. Liliana Rojas-Suárez y Steven R. Weisbrod, "Las crisis bancarias en América Latina: experiencias y temas", en Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez (coords.), *Las crisis bancarias en América Latina*, BID-Fondo de Cultura Económica, Santiago, Chile, 1997, p. 6.

44. Aristóbulo de Juan, "Las raíces de las crisis bancarias: aspectos micro-económicos y supervisión y reglamentación", en *ibid.*, p. 109.

45. Alicia Girón y Eugenia Correa (coords.), *Crisis bancaria y carteras vencidas*, *La Jornada*, IIEC y UAM, México, 1997; Arturo Huerta, *Carteras vencidas, inestabilidad financiera*, Diana, México, 1997.

46. Banco de México, *Informe Anual 1996*, cuadro 34.

para operar en un entorno desregulado se agregó la carencia de información sobre el historial crediticio de los agentes, lo que propició la toma de decisiones equivocadas en materia de crédito.⁴⁷ Entre los factores microeconómicos no habría que olvidar el riesgo moral. Éste designa una situación en la que el exceso de confianza de los participantes privados en el mercado, en el sentido de que el Estado siempre protegerá sus intereses, los llevó a tomar riesgos exagerados. En este sentido, los nuevos banqueros mexicanos que veían en el Estado una garantía implícita para ayudarlos en caso de dificultades se vieron alentados a tomar riesgos excesivos. El crecimiento del índice de morosidad de la banca comercial y de desarrollo fue también propiciado por el hecho de que en algunas ocasiones los nuevos banqueros surgidos del proceso de privatización llevaron a cabo operaciones muy arriesgadas e incluso fraudulentas.⁴⁸

El problema de la cartera vencida, sin embargo, está muy vinculado a la estrategia económica seguida desde finales de los ochenta. En efecto, en materia de tipo de cambio México siguió la estrategia del ancla nominal (*crawling peg*).⁴⁹ La inflación disminuyó de manera drástica pero se mantuvo por encima de la inflación estadounidense. El tipo de cambio se depreció, pero en un porcentaje insuficiente para compensar el diferencial de precios con Estados Unidos. A pesar de los esfuerzos del banco central para esterilizar el aumento de las reservas provocado por las entradas masivas de capitales, los agregados monetarios aumentaron rápidamente. La estrategia del ancla nominal provocó una apreciación continua del tipo de cambio real del peso, cuya sobrevaluación terminó siendo reconocida por la mayoría de los observadores.⁵⁰

Un elemento central de esta estrategia de ancla nominal era la tasa de rendimiento de los Cetes (la principal tasa de referencia para determinar la tasa de interés en el sistema financiero mexicano), la cual se fijaba en función de las ne-

cesidades de flujo de capitales del exterior. Estos recursos eran indispensables para financiar la apertura comercial, causante de los cuantiosos déficit externos. La desregulación financiera y la apertura comercial alentaron un creciente endeudamiento externo de los bancos y las grandes empresas. La importante diferencia de costo entre la obtención de fondos en pesos y en dólares alentaron a los bancos y a las empresas a elevar de manera significativa sus pasivos a corto plazo en dólares. En la medida en que el tipo de cambio no se alteraba, el endeudamiento externo no constituía un problema. Pero, en diciembre de 1994, cuando acontece la devaluación, los bancos y las grandes empresas endeudadas en dólares tuvieron muchos problemas para salir adelante con sus compromisos de pago. Dicho de otra manera, las tasas de interés activas se fijaban no sólo en función de los requisitos de rentabilidad bancaria, sino para atraer a los inversionistas financieros extranjeros cuyas divisas eran fundamentales para sostener la apertura comercial. Las tasas de interés activas se fueron distanciando de la capacidad de pago de los prestatarios. Las altas tasas aumentaban la relación entre la carga del servicio de la deuda y la deuda, dificultando más el cumplimiento de los pagos. Rápidamente, cerca de ocho millones de familias mexicanas y casi medio millón de empresas endeudadas soportaban una carga financiera que rebasaba sus capacidades de pago.⁵¹ La devaluación de 1995 y la depresión resultante dieron una nueva dimensión a la insolvencia de los usuarios del crédito (la cartera vencida como proporción de la cartera total llegó a 21.5% en 1996),⁵² amenazando la estabilidad del sistema financiero nacional.

Después de la crisis del peso en 1994, los poderes públicos intervinieron en tres frentes para sacar a flote el sistema financiero:⁵³

- Programas de apoyo a deudores. Tenían por objetivo la restructuración de las deudas de las familias y de la pequeña y mediana empresa. Los plazos de los préstamos se ampliaron y la tasa de interés real se fijó en UDI (unidad de cuenta indexada sobre el aumento de precios).

- Intervención de algunos bancos. De 1995 a 1999, las autoridades aplicaron esa medida a 16 bancos (subcapitalizados o mal administrados). En muchos casos fueron cerrados o devueltos después de recapitalizarlos y de "limpiar" sus carteras vencidas.

- Aplicación de medidas tendientes a reforzar los bancos restantes mediante un programa de capitalización temporal y un mecanismo de recompra de préstamos para alentar una capitalización permanente. El primer programa

47. Los prestamistas se enfrentaron a problemas de información asimétrica, pues desconocían el historial, las características y las intenciones de los solicitantes del crédito. José Luis Negrin, "Mecanismos para compartir información crediticia. Evidencia internacional y la experiencia mexicana", *Documento de Investigación*, Banco de México, diciembre de 2000, p. 3.

48. Rafael del Villar, Daniel Backal y Juan P. Treviño, "Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias", *Documento de Investigación*, Banco de México, diciembre de 1997, p. 9.

49. Un ancla nominal es una variable nominal cuyo nivel o variación se fijan con el propósito de favorecer la estabilización de los precios. En principio, diversas variables pueden servir de ancla nominal (oferta de moneda, salarios o un bien que tenga una fuerte influencia en el nivel general de precios), pero se escogió el tipo de cambio. Se trata de una variable de fácil observación y que testimonia el compromiso del país en la lucha contra la inflación. Michel Aglietta y Sandra Moatti, *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica, París, 2000, pp. 105-112.

50. Héctor Guillén Romo, *La contrarrevolución neoliberal en México*, Ediciones ERA, México, 1997.

51. Alicia Girón y Eugenia Correa, *op. cit.*, p. 30.

52. Banco de México, *op. cit.*, cuadro 34.

53. Banco de México, *Informe Anual 1995*.

permitió aportar capitales al sistema bancario en la forma de títulos de deudas obligatorias subordinadas y convertibles. Se trataba de préstamos temporales a un plazo máximo de cinco años, convertibles en participaciones en caso de que no se reembolsaran. Otro programa formulado para asegurar la recapitalización durable de los bancos viables permitió la compra de la cartera con problemas. Éstas eran de hecho *swaps* (intercambios financieros) gracias a los cuales los flujos de una obligación de Estado a diez años se intercambiaban contra los flujos de una parte de la cartera de créditos de los bancos.

La estimación en valor presente del costo fiscal del programa de salvamento no ha dejado de aumentar. De haberse evaluado en 5.5% del producto interno bruto en 1995, se pasó a 8.4% en 1996 y a 14.3% en 1999.⁵⁴ El aumento incesante de este porcentaje muestra que las autoridades decidieron que no serían los responsables de la crisis los que soportarían el costo de la reestructuración bancaria. Ésta recaería en los contribuyentes, ya que según la óptica gubernamental los bancos carecían de recursos para cubrir los adeudos y el Estado estaba obligado a proteger a los depositantes y a las instituciones financieras. Como es evidente, el cuantioso costo del rescate financiero canceló una gran cantidad de programas sociales e inversiones productivas.

La cuestión que se plantea es saber si el programa de rescate financiero, que fue objeto de numerosas críticas,⁵⁵ desembocó en una banca más sólida al servicio de la economía real.

Se evitó una crisis sistémica.⁵⁶ No se materializó lo que entonces parecía muy probable: la corrida o el retiro masivo de depósitos del sistema bancario. La cartera vencida tuvo un comportamiento positivo que se manifiesta en un decreciente índice de morosidad, evaluado en 6.4% en junio de 2000, nivel no alcanzado desde 1990 si se utilizan los criterios contables actuales.⁵⁷

La reactivación económica llevó a una mejora general de los beneficios operacionales y de las tasas de solvencia y de capitalización de los bancos. Sin embargo, las razones de capitalización son aún débiles y la rentabilidad es una de las más bajas de la OCDE.⁵⁸ Los bancos siguen prefiriendo apuntalar su situación financiera y sus resultados con la compra de títulos públicos en vez de financiar la actividad productiva

y así satisfacer las necesidades de las empresas privadas. En efecto, desde finales de 1994 se ha observado una importante reducción del crédito de la banca comercial y de desarrollo.⁵⁹

Este fenómeno ocasionó un cambio importante en las características del proceso de intermediación. En tanto que ha aumentado la importancia de las fuentes alternativas de financiamiento de las empresas, como los proveedores y los bancos del extranjero, se ha reducido la de la banca nacional. El crédito de proveedores es la fuente de financiamiento más utilizada por las empresas, en especial las chicas y las no exportadoras. Entre los motivos aducidos por las empresas para no recurrir a los bancos destacan las altas tasas de interés y la reticencia de éstos para prestar. Con esta negativa los banqueros han dejado de cumplir su misión fundamental de financiar las actividades productivas y niegan su papel esencial en una economía monetaria de producción. Están olvidando que la economía evoluciona con base en los planes de producción y de gastos de los agentes no financieros. Están pasando por alto que el financiamiento de estos planes requiere de la intervención del sistema bancario cuyo funcionamiento a lo largo del tiempo se traduce en un proceso continuo de creación y destrucción de la moneda.

Entre las opciones para reconstruir a fondo los principales circuitos financieros del país se optó por impulsar una importante transferencia de la propiedad de las instituciones financieras a los inversionistas extranjeros, cuya presencia en la banca era relativamente modesta hasta mediados de los noventa.⁶⁰ Esto era un resultado de las restricciones a la participación extranjera mayoritaria en el capital de las grandes instituciones financieras.⁶¹ Esas restricciones se eliminaron a finales de 1998 y se les sustituyó con otras no discriminatorias sobre las participaciones individuales. Esta medida le abrió la puerta al capital extranjero.⁶² Así, las compras sucesivas de Serfin y Bancomer por parte de los españoles BSCH (Banco Santander Central Hispano) y BBV (Banco Bilbao Vizcaya)-Probrusa en el año 2000 consolidaron las posiciones de los bancos extranjeros en el país. La tendencia prosigue en 2001, cuando Citicorp compra Banamex. Con esta apertura al capital extranjero los poderes públicos esperan reducir la fragilidad global del sistema y disminuir el riesgo de una crisis sistémica.

54. Banco de México, *Informe Anual 1995*, cuadro 25; e *Informe Anual 1996*, cuadro 40; OCDE, *Études économiques de l'OCDE. Mexique*, París, 2000, p. 120.

55. Gabriel Székely (coord.), *Fobaproa e IPAB: el acuerdo que no debió ser*, APEC-El Colegio de México y Océano, México, 1999.

56. Héctor Guillén Romo, "Globalización financiera y riesgo sistémico", *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 11, México, noviembre de 1997.

57. Eduardo Fernández García, "Situación y retos del mercado de valores", CNBV, *Documentos de trabajo e investigación*, núm. 2000-01, p. 3.

58. OCDE, *ibid.*

59. En diciembre de 1994, el saldo del financiamiento de la banca comercial al sector privado fue en términos reales de tan sólo 56.9% del saldo correspondiente a 1994. Banco de México, *Informe Anual 1999*, p. 64.

60. Los bancos con participación extranjera mayoritaria representaban 4% de los activos del sistema bancario mexicano en 1994, OCDE, *ibid.*, p. 122.

61. Las que disponían de más del 6% del capital del sistema bancario: Banamex, Bancomer y Serfin, *ibid.*


62. En diciembre de 1999 los bancos con participación extranjera mayoritaria pasaron a representar 22.1% de los activos del sistema bancario mexicano. *Ibid.*

EL AUGE DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

El auge de los mercados de capitales resulta de lo que André Orléan denomina con el término convencional de “mercado emergente”.⁶³ Éste designa a los países subdesarrollados que siguieron una política neoliberal marcada por una fuerte expansión financiera. Esas naciones tendrían un potencial de crecimiento mayor que el de las economías desarrolladas, ya que sus necesidades de inversión son considerables y el rendimiento de su capital más elevado. Las economías emergentes constituirían un nuevo El Dorado, con un margen de progresión considerable frente al envejecido mundo desarrollado. Además, se considera que el aumento de la importancia de los títulos de los países emergentes en las carteras financieras disminuye el riesgo que corren los inversionistas. Así, se va constituyendo poco a poco un análisis colectivo de las economías emergentes, fundamentado en una comprensión del capitalismo mundial a largo plazo y de la teoría de la selección de la cartera que empuja a desarrollar las inversiones financieras en estos países.

En el caso de México, ejemplo de adhesión a la convención colectiva “mercado emergente”, todos los indicadores confirman una consolidación de la actividad bursátil. La capitalización en bolsa, que representaba sólo 2.1% del PIB en 1985, llega a representar 38.9% en 1997. El número de sociedades cotizadas pasa de 157 en 1985 a 198 en 1997. El valor de las operaciones aumenta de 2 360 millones de dólares en 1985 a 52 646 millones en 1997.⁶⁴ Sin embargo, la aceleración de la actividad bursátil en México, como en la mayoría de los países latinoamericanos, sólo ha contribuido de manera muy insignificante al financiamiento de las empresas gracias a las nuevas emisiones de títulos.⁶⁵ En este sentido se puede decir, parafraseando a Keynes, que si el fin propiamente social de las bolsas es canalizar la nueva inversión en la dirección más favorable, no se puede considerar el resultado obtenido por la Bolsa Mexicana de Valores como un

triumfo del *laissez faire* del capitalismo mexicano. El mercado financiero nacional, como todos los mercados financieros, es una creación institucional, inventada “para responder a una exigencia singular de los acreedores: *volver las deudas negociables*”.⁶⁶ Se trata de metamorfosear una magnitud inmovilizada, el capital productivo, en un activo o título libremente negociable. La liquidez del mercado medirá la facilidad con la cual los títulos pueden ser objeto de transacción a precios razonables. En los mercados financieros lo único que cuenta es la rentabilidad que busca el inversionista financiero y no la rentabilidad económica que desea el empresario. El poder financiero hace que la acumulación de capital esté orientada por las prioridades del capital de préstamo y no por las del capital industrial. La lógica financiera del régimen de acumulación se organiza en escalas nacional e internacional para permitir que los inversionistas financieros se apropien de ingresos financieros (intereses y dividendos) en las condiciones más regulares y seguras que sea posible.⁶⁷ En muchas ocasiones las empresas recurren a la liquidación de activos financieros en lugar de a los préstamos bancarios cuando las tasas de interés les parecen, como en México, muy elevadas. El recurso frecuente al mercado financiero para realizar plusvalías y financiar ciertos gastos explica parcialmente la fuerte volatilidad. Al hacer esto, las empresas se desvían de su actividad principal, con lo que arbitran en favor de las operaciones lucrativas.

El auge de los mercados de capitales ha incidido en el régimen macrofinanciero mexicano. Éste, durante el período de sustitución de importaciones, se aproximaba a una economía de endeudamiento dominada por los bancos. En la fase actual del desarrollo hacia afuera, dicho régimen se orienta cada vez más hacia un sistema mixto, en el que los bancos cohabitan con un importante mercado financiero. Sin embargo, ni los bancos ni la bolsa cumplen satisfactoriamente con su papel social de financiar la actividad productiva de las empresas. 

63. André Orléan. *op. cit.*, pp. 151-166.

64. Naciones Unidas, *La situación económica y social en el mundo*, Nueva York, 1999, p. 175.

65. En una muestra de países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela) las nuevas emisiones de acciones no superan 1.5% del valor total en bolsa. Naciones Unidas, *op. cit.*, p. 178.

66. André Orléan, *op. cit.*, p. 12.

67. François Chesnais, “Crises de la finance ou prémisses de crises économiques propres au régime d’accumulation actuel?”, en *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, París, 2000, p. 46.



Lástima que tu compañía sea la 9,938.

Asegúrate de que los clientes que necesitan un producto o servicio como el tuyo, te encuentren antes que a la competencia. Sólo así podrás darte a conocer e incrementar tus ventas.

Contrata los servicios de Terra Buscador y estarás dentro de los 3 primeros lugares en la lista de resultados de búsqueda de tus clientes potenciales. Terra Buscador tiene la preferencia del usuario mexicano de Internet y además cuenta con el respaldo de un experto: Lycos.

Contáctanos, tenemos una prueba sin costo para tu empresa.

Tel: 5268 5029.

E-mail: eulalio.herrera@corp.terralycos.com

*Por tiempo limitado.

UNA COMPAÑÍA
DE TELEFÓNICA

Telefónica

terra™ 

Internet,
más tuyo que nunca.