

Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo	Titulo
López González, Teresa - Autor/a;	Autor(es)
Reforma financiera en América Latina	En:
Buenos Aires	Lugar
CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales	Editorial/Editor
2006	Fecha
	Colección
Deuda Publica; Política Financiera; Política Economica; Capital Externo; Mexico;	Temas
Capítulo de Libro	Tipo de documento
"http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/clacso/coediciones/20100825030204/12gonzalez.pdf"	URL
Reconocimiento-No comercial-Sin obras derivadas 2.0 Genérica http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.0/deed.es	Licencia

Segui buscando en la Red de Bibliotecas Virtuales de CLACSO

<http://biblioteca.clacso.edu.ar>

Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO)

Conselho Latino-americano de Ciências Sociais (CLACSO)

Latin American Council of Social Sciences (CLACSO)

www.clacso.edu.ar



Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales
Conselho Latino-americano de Ciências Sociais
Latin American Council of Social Sciences



López González, T. Deuda Pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo. En publicación: Reforma financiera en América Latina. Eugenia Corre y Alicia Girón. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina. 2006. ISBN: 987-1183-42-9

TERESA LÓPEZ GONZÁLEZ*

DEUDA PÚBLICA INTERNA EN MÉXICO: EL ALTO COSTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO

Disponible en la web: <http://bibliotecavirtual.clacs.org.ar/ar/libros/edicion/correa/gonzalez.pdf>

Fuente: Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la red CLACSo
<http://www.clacso.org.ar/biblioteca>

INTRODUCCIÓN

El incremento de la liquidez internacional, que debilitó y finalmente provocó el rompimiento del sistema Bretton Woods, no sólo modificó drásticamente la vieja estructura del sistema financiero internacional, sino también las reglas de valorización del capital. La nueva arquitectura financiera mundial se caracteriza por el dominio del sector bursátil sobre el sector bancario y por la valorización de los activos financieros sobre la de los activos fijos.

Por su parte, la ruptura del viejo orden monetario internacional alimentó la tendencia mundial a la desregulación de los sistemas económicos nacionales, cuyo objetivo central era privilegiar la libre movilidad del capital. En este contexto se ubica la liberalización de los sistemas financieros locales y la supresión de las políticas de intervención estatal, instrumentándose en su lugar políticas monetarias y fiscales restrictivas con el propósito de mantener la estabilidad monetaria.

Este trabajo tiene como objetivo analizar los efectos que los flujos de capitales externos generan en las finanzas públicas de México, mediante el mecanismo de colocación de valores públicos con fines antiinflacionarios. La hipótesis central que se maneja es que la desregulación financiera, con el consecuente incremento en las tasas de interés domésticas

* Profesora Titular de la Escuela Nacional de Estudios Profesionales-Acatlán.

que estimuló la entrada masiva de capitales externos de corto plazo, ha transformado el papel histórico que venía cumpliendo el déficit público, ya que este ha dejado de ser una de las fuentes dinamizadoras del crecimiento económico para convertirse en un fondo de financiamiento del pago de intereses de la deuda pública interna que genera la colocación de valores públicos con fines estabilizadores.

En otras palabras, el déficit público es el resultado de la nueva función antiinflacionaria que el gobierno le ha asignado a la deuda pública interna, mecanismo que ha permitido mantener la estabilidad de la moneda, y en general del sistema financiero. Para demostrar esta hipótesis hemos dividido el trabajo en cuatro apartados. En el primero, se revisan las principales características del proceso de globalización financiera; en el segundo se estudia la expansión del dinero crediticio; en el tercero se analiza el proceso de expansión y consolidación del mercado internacional de valores públicos; y finalmente en el cuarto se investigan los efectos que los flujos de capitales han provocado en las finanzas públicas mexicanas, a través de la función de estabilización monetaria que se le asignó a la deuda pública interna.

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS

Hasta principios de la década del sesenta, la internacionalización de los sistemas financieros nacionales era limitada, debido a su carácter compartimentado y administrado; sin embargo, hacia finales de ese período, el proceso se acelera con la expansión y consolidación del mercado de los eurodólares. Tal expansión marca el inicio de una nueva fase en el proceso de internacionalización del capital financiero.

PRIMERA ETAPA: CONSOLIDACIÓN DEL MERCADO DE EURODÓLARES Y LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

El mercado de los eurodólares –que surge de manera paralela y externa a los sistemas financieros nacionales y se constituye con el acuerdo de las autoridades financieras británicas, pues su base fue la plaza de Londres– no sólo benefició a esta economía. También se vieron beneficiados el resto de los gobiernos europeos, al disponer de una reserva líquida suplementaria. A pesar de ello, los bancos seguían siendo las instituciones financieras dominantes, tanto a nivel nacional como internacional, ya que el mercado de los eurodólares era simplemente un mercado interbancario donde se realizaban operaciones con montos elevados.

Paralelamente a estos cambios, se van gestando las grandes crisis cambiarias (primero contra la libra esterlina, posteriormente contra el dólar sobrevaluado) de principios de la década del setenta, que en parte fueron provocadas por la expansión del mercado de los eurodólares, y que marcarán el retorno de las finanzas especulativas y el fin del sistema

de cambios fijos. Todos estos factores actuaron conjuntamente en el debilitamiento de la larga fase de acumulación que comprendió el período 1945-1970. Por su parte, el derrumbe del sistema de Bretton Woods –que se inicia con la decisión unilateral de la no convertibilidad metálica por parte de Estados Unidos en agosto de 1971, la cual respondía a problemas que le eran propios (como el nivel de su doble déficit, presupuestario y comercial)– pone fin a la paridad del dólar con el oro, y se abre el camino al sistema de tipos de cambio flexibles. Ello estimulará la permanente inestabilidad monetaria que hizo del mercado de cambios el principal segmento de los mercados financieros internacionales. El carácter desestabilizador de dicho mercado se explica por su elevada proporción en el total de los activos financieros a nivel mundial, y por la búsqueda de rendimientos altos conservando un grado máximo de liquidez.

SEGUNDA ETAPA: DESREGULACIÓN FINANCIERA EN LAS ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS

La segunda etapa del proceso de globalización de las finanzas internacionales se inicia en la década del ochenta, después del nombramiento de Paul Volker en la dirección de la Reserva Federal de Estados Unidos y de la llegada de Margaret Thatcher al poder en el Reino Unido. Los procesos de desregulación financiera instrumentados por los gobiernos estadounidense y británico precipitaron el surgimiento de un sistema financiero internacional liberalizado. En efecto, las medidas aplicadas a partir de 1979 pusieron fin al control de los movimientos de capitales con el exterior de las dos plazas financieras más grandes del mundo, acelerando así las entradas y salidas de los capitales externos.

La instrumentación –a mediados de los años ochenta– de políticas de desregulación financiera en las demás economías europeas y en los países en desarrollo inyectó mayor dinamismo a la expansión de los mercados de obligaciones interconectadas internacionalmente. En ese momento, la formación de mercados de obligaciones respondía a las necesidades de los gobiernos y de los grandes fondos centralizadores del ahorro (*mutual funds*). En el caso de los gobiernos, se debía a la urgente necesidad de financiamiento de los déficit presupuestarios de los gobiernos de los países industrializados, ya que la consolidación de un mercado de obligaciones abierto a los inversionistas financieros extranjeros permitió el financiamiento del déficit presupuestario por medio de la colocación de los bonos gubernamentales y otros papeles de la deuda pública en los mercados financieros.

De esta forma, los valores públicos conformaron mercados de obligaciones dinámicos que alentaron la expansión de los mercados financieros internacionales, gracias a los rendimientos estables y líquidos que ofrecen, y a que sus mercados secundarios permiten que dichos títulos

sean siempre negociables (Plihon, 1999: 134). Cabe señalar que también los activos financieros representados por divisas constituyen un segmento importante, pues estos se sustentan en operaciones de arbitraje y especulación, base de las operaciones de los mercados cambiarios.

Por su parte, la liberalización de los fondos de pensiones y de inversión ha estimulado la expansión del mercado de valores a nivel mundial; de tal forma que las instituciones dominantes ya no son los bancos sino los mercados financieros y los intermediarios financieros no bancarios.

Los bancos enfrentan la fuerte competencia de estos últimos, que operan casi exclusivamente en el mercado bursátil, tal es el caso de los fondos de pensión y los fondos comunes de inversión.

Son precisamente estos fondos los más beneficiados con los procesos de desregulación financiera, al acceder a la colocación de títulos en los mercados financieros. En este sentido, no es fortuito que las reformas de desregulación se iniciaran en EE.UU. y el Reino Unido, que son las dos plazas financieras más importantes, tanto por su tamaño como por la variedad de instrumentos de colocación de capitales; además, estas dos economías también son las que cuentan con los más importantes fondos de pensión privados a nivel mundial. Así, la proporción de los activos financieros de los fondos en relación con los montos en poder de las instituciones (grandes bancos y sociedades de seguros), que hasta entonces habían sido consideradas como las más importantes, crecieron de manera acelerada desde la segunda mitad de la década del ochenta.

La naturaleza de los fondos de pensiones es compleja. Por un lado, son el resultado acumulativo de cotizaciones sobre salarios y sueldos percibidos, cuyo objetivo consiste en asegurar a los asalariados, una vez jubilados, una pensión regular y estable. Se trata, por tanto, de una forma institucional de centralización del ahorro. Por el otro, en el momento en que el ahorro acumulado sobrepasa cierto límite, los fondos de pensiones se ubican en la categoría de instituciones financieras no bancarias, cuya función es generar capital-dinero conservando su liquidez, a la vez que maximizan su rendimiento. Esta transformación en la naturaleza económica de los fondos tiene efectos directos en la estructura del sector financiero, pues dejan de ser una acumulación modesta del ahorro de los trabajadores para convertirse en instituciones que centralizan una alta proporción del capital financiero. Y que en su búsqueda de altos niveles de rendimientos, alimentan las fuerzas especulativas.

TERCERA ETAPA: DESREGULACIÓN FINANCIERA EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO Y LOS MERCADOS DE CAPITALES EMERGENTES

La aplicación de políticas de liberalización financiera por parte los países en desarrollo, en particular los del Sudeste de Asia y las economías latinoamericanas hacia mediados de la década del ochenta, marca el

comienzo de la tercera etapa del proceso de globalización de las finanzas internacionales. En esta etapa, la desregulación de los mercados de acciones le siguió a la de los mercados de obligaciones, aunque la proporción de los mercados de acciones sigue siendo menos importante que la de los mercados cambiarios y de obligaciones. Pero, a pesar de ello, el efecto de las variaciones de la tasa de interés en el precio de las acciones, y por ende en el nivel de rendimiento, ha provocado efectos profundos en la instrumentación de las políticas económicas, que en el caso de los países en desarrollo han sido más graves.

La interconexión de los mercados financieros emergentes¹ con las finanzas mundiales liberalizadas, no sólo aceleró la expansión de los mercados cambiarios y de obligaciones sino que también abrió el proceso de titularización de la deuda pública y la formación del mercado de obligaciones domésticas. Como viéramos en párrafos anteriores, esta nueva arquitectura de los mercados financieros internacionales responde a las necesidades e intereses de los actores dominantes; por un lado, los inversionistas institucionales: compañías de seguros, fondos de pensión, fondos de inversión; y por el otro, las haciendas públicas nacionales y las tesorerías de las grandes empresas y bancos. Todos estos inversionistas institucionales han preferido recurrir a la colocación en el mercado de títulos, que gracias a la eliminación de los costos de intermediación se ha convertido en el mercado más dinámico, dado sus altos rendimientos y menores costos.

LIBERALIZACIÓN Y EXPANSIÓN DEL DINERO CREDITICIO

Con el derrumbe del patrón oro en 1931, el dominio de la moneda-mercancía llegó a su fin, y se crean las condiciones para la construcción de un sistema monetario más flexible basado en el dinero crediticio, que liberaría a la moneda de su “límite metálico” representado por el oro. De esta forma, la emisión de moneda tanto por parte de los gobiernos (en forma de billetes y monedas) como de los bancos comerciales (en

¹ La incorporación de nuevos mercados de capitales emergentes debe distinguirse de las antiguas plazas financieras, como Hong Kong y Singapur. Estas surgieron como una extensión de la plaza londinense en el marco de la vieja zona de la libra esterlina, y contribuyeron a la expansión e internacionalización de los mercados de eurodivisas en la fase inicial del proceso. Forman parte de la base institucional de la globalización financiera. Los mercados emergentes, en sentido estricto, son mercados financieros verdaderamente nuevos, tales como, por ejemplo, algunos países de Asia, de América Latina (México, Chile) y, seguramente muy pronto, China. En algunos casos se trata de mercados financieros que tienen varias décadas de existencia, como es la plaza de Argentina, que desde 1929 había mantenido un régimen de control estricto de los movimientos de capital y, por supuesto, sin la titularización de su deuda pública; pero que a principios de la década del ochenta es sometida a un proceso de desregulación.

su forma de chequeras que tienen como respaldo los depósitos de los ahorradores) estaría ligada, de ahora en más, a la expansión del crédito por parte del sistema bancario.

Los bancos comerciales competirán por atraer depósitos, que buscarán colocar en préstamo una vez deducidas las reservas obligatorias. Mediante estas operaciones de préstamos, los bancos creaban dinero fresco al procurar recursos a los prestatarios de esta moneda bancaria bajo la forma de depósitos nuevos. Además, los bancos centrales proveían a los bancos comerciales de moneda garantizada por sus reservas, con el propósito de satisfacer la demanda pública de moneda. Este vínculo entre la creación monetaria y la expansión del crédito transformó a la moneda en sí misma en una especie de “capital de préstamo” (Guttman, 1999: 77). Con dicha transformación –de un mercancía (el oro) a una relación de crédito (dinero bancario)–, se garantizaba una oferta de moneda elástica, capaz de satisfacer en todo momento la demanda de liquidez y de fondeo de los agentes económicos (Moore, 1994: 106).

El marco regulatorio de este sistema financiero de la posguerra, que en EE.UU. se estableció en la administración Roosevelt, permitió mantener el equilibrio entre las dos características de la moneda: bien público (dinero fiduciario) y al mismo tiempo bien privado (dinero bancario). La regulación de la moneda mediante una mercancía específica (el oro) y el juego del mercado, dejaba su lugar a una regulación controlada por el gobierno. Así, los bancos centrales podrían actuar directamente sobre la oferta monetaria modificando la cantidad de moneda en circulación, o indirectamente regulando las actividades de creación de moneda de los bancos comerciales.

Si bien el nuevo sistema monetario permitió la circulación y expansión del dinero bancario, también creó mecanismos que contrarrestaron el carácter inestable de la creación monetaria por parte de los bancos comerciales, quienes motivados por la obtención de ganancia podrían exceder dicha emisión. Estos mecanismos estaban conformados por un conjunto complejo de regulaciones que en algunos casos separaban a los bancos comerciales de otros intermediarios financieros², impidiéndoles a los primeros el acceso a los mercados de obligaciones del país.

Los instrumentos de política monetaria, tales como las operaciones de mercado abierto o la regulación de las tasas de interés pasivas y activas

2 Es el caso de EE.UU., pero en otros países como Francia, Alemania y Japón esta separación no existía o era menos tajante. En estos países los bancos podían realizar actividades de corretaje, operaciones de Bolsa o de garantía de suscripciones de títulos. En varios países europeos estaba autorizado ser simultáneamente acreedor y accionista de sociedades, lo que permitió establecer una estrecha relación entre los bancos y las empresas, denominada por Hilferding como capital financiero (*finanz kapital*). Esta relación contribuyó a la formación de mercados bursátiles más pequeños, pero altamente concentrados en comparación con los mercados financieros de Estados Unidos.

sobre depósitos y préstamos, respectivamente, permitieron a las autoridades monetarias mantener las tasas de interés generalmente bajas; pero garantizando al mismo tiempo a los bancos un margen de rendimiento positivo. Y cuando los bancos se veían amenazados por la insolvencia, los bancos centrales activaban sus mecanismos de prestamista de última instancia³ para evitar que las perturbaciones financieras afectaran la actividad económica.

La administración del dinero bancario por parte de las autoridades monetarias conformó un sistema bancario capaz de financiar en forma continua los gastos de los prestatarios por encima de sus propios recursos mediante inyecciones automáticas de liquidez. Esta monetización de las deudas fue uno de los pilares institucionales que sostuvieron el crecimiento acelerado del período 1950-1970 a nivel mundial, ya que permitió tanto el financiamiento del déficit presupuestal crónico del Estado de Bienestar, como el de las inversiones necesarias para la adopción de nuevas tecnologías, e incluso el consumo masivo de bienes de consumo duradero. En efecto, varios mecanismos de regulación, incluidos los controles selectivos de crédito y el crédito subvencionado (préstamos inmobiliarios, etc.), orientaron el crédito bancario hacia la expansión de la capacidad productiva de las empresas o hacia un rápido crecimiento de la capacidad de gasto de sus clientes.

Sin embargo, estos equilibrios administrados por la autoridad monetaria interna empiezan a erosionarse hacia fines de la década del sesenta, justo en el momento en que la rentabilidad de las empresas norteamericanas descendía repentinamente, en tanto que el lento crecimiento de la productividad conducía a un estancamiento de los salarios reales. Si bien esta crisis tuvo su origen en el deterioro de las condiciones de acumulación en la industria, su evolución tomó la forma de fases sucesivas de inestabilidad financiera, cada vez más intensas (Aglietta, 1979: 202; Steindl, 1979: 199).

En este contexto, desde la década del sesenta se ha venido observando un dinámico proceso de creación de moneda por parte de los bancos comerciales, que se inicia con la emisión de títulos de deuda, como los certificados de depósito que incrementan la oferta monetaria y, por tanto, la expansión del crédito por encima del monto de los depósitos controlados por los bancos centrales. En efecto, la creación de dinero bancario dificultó la función de control de los agregados monetarios por parte de la autoridad monetaria central, debido a los cambios

3 En el caso de los países industrializados, entre los mecanismos que les permitían a los bancos centrales actuar como prestamista de última instancia se encontraban los recursos de los seguros obligatorios que respaldan las comisiones sobre los depósitos, los fondos de urgencias; en el caso de la mayoría de los países en desarrollo, en tanto, dentro de los recursos disponibles son fundamentales los fondos de contingencia.

que generó en las estructuras de los sistemas financieros nacionales. Entre estos cambios, podemos mencionar los siguientes:

- 1 El surgimiento del mercado de eurodólares, operado por bancos que funcionaban fuera de EE.UU., expandió la captación de depósitos y oferta de préstamos en dólares, facilitando así la absorción y reciclaje de un dólar abundante a nivel mundial. Efectivamente, este mercado creó una forma de *dinero bancario* (el eurodólar) cuya emisión y circulación dentro de una red bancaria mundialmente integrada quedaba al margen del control de los bancos centrales nacionales. Al no estar sujetos a la regulación local, los depósitos y los préstamos en eurodólares ofrecían condiciones de contratación más atractivas que las que aplicaban los bancos comerciales locales, que estaban regulados. Con la diversificación del euromercado hacia otras monedas a fines de los años sesenta, este se convierte en un mercado perfecto para la especulación financiera, ya que se encontraba al margen de cualquier regulación. De tal forma que las restricciones regulatorias, como las aplicadas por los bancos centrales a los movimientos de capitales y la fijación de tasas máximas para los depósitos bancarios nacionales, no se aplicaban; y ello estimulaba la reorientación de las transacciones bancarias hacia el euromercado.

- 2 La eliminación de los controles sobre las tasas de interés y de las restricciones a la creación de productos financieros en EE.UU. (Wolfson, 1993: 139) a principios de década del ochenta⁴ permitió el surgimiento de nuevos instrumentos monetarios que generaban intereses. Estas nuevas formas de dinero bancario (las cuentas NOW⁵ y las cuentas de depósitos del mercado monetario,

4 Dichas restricciones estaban contempladas en la legislación sobre la reforma monetaria de Roosevelt, que incluía la *Emergency Banking Act* de 1933, la *Glass-Steagall Banking Act* de 1933, la *Securities Act* de 1933, la *Gold Reserve Act* de 1934, la *Securities Exchange Act* de 1934 y la *Banking Act* de 1935.

5 Las agencias reguladoras de EE.UU., ante la incapacidad de las instituciones de ahorro para atraer depósitos, en lugar de eliminar los topes a las tasas de interés sobre los tipos de depósitos vigentes prefirieron, en 1981, autorizar nuevos tipos de depósitos sobre los que no se establecieron topes. El más importante de estos fue la Cuenta de Depósito en el Mercado Monetario, que permitía a las instituciones de ahorro competir directamente con los fondos mutualistas del mercado de dinero. Las cuentas NOW (Ordenes Negociables de Retiro, la sigla responde a su denominación en inglés) son cuentas de ahorro, emitidas por instituciones de ahorro, que producen interés y sobre las cuales se pueden generar cheques. Hasta 1981, las cuentas NOW sólo estaban autorizadas en Nueva Inglaterra, Nueva York y Nueva Jersey. A partir de ese año, todos los estados de EE.UU. pueden emitir estas cuentas o sus equivalentes. Para una mayor profundización sobre el proceso de desregulación financiera en EE.UU., ver LeRoy y Pulsinelli R. (1992).

etc.), que combinaron el motivo transacción y el motivo inversión, generaron elasticidades en tasa de interés muy variables, que repercutieron fuertemente en el multiplicador y velocidad de la oferta monetaria; a su vez, ello dificultó el ajuste y control de los agregados monetarios locales, debido a la alta inestabilidad de las tasas de interés reales.

- 3 En consecuencia, el control monopólico de los bancos centrales sobre los sistemas de pago –esencial para ejercer su función de administración y regulación monetaria– se debilitó con la expansión del dinero bancario, al mismo tiempo que se expandía el sistema privado de pagos. Por su parte, la revolución informática y las tecnologías de la comunicación (Castells, 2001: 196) fueron aprovechadas por los grupos financieros para introducir cámaras de compensación automatizadas y transferencias electrónicas de fondos, que les permitieron ofrecer a sus clientes una gran variedad de servicios y productos para la gestión de la liquidez. El más importante de ellos fue el gigantesco *Clearinghouse Interbank Payments System* del euromercado y de otras transacciones internacionales.

La proliferación de formas de dinero bancario⁶ y de servicios de pago que escapan a la regulación de la autoridad monetaria nacional ha consolidado la mayor presencia del dinero privado (bancario) en las transacciones mercantiles y financieras, en comparación con las funciones tradicionales del dinero público (moneda de curso legal). En consecuencia, la creación mundial de moneda no sólo escapa al control de

⁶ Sus formas más corrientes, como los cajeros automáticos, las tarjetas de crédito, las transacciones bancarias efectuadas desde los domicilios a través de las redes informáticas bancarias, e incluso los sistemas de cheques electrónicos actualmente desarrollados por los “servidores”, están todas, de una u otra forma, conectadas al mecanismo de compensación de cheques administrados por los bancos centrales. Sin embargo, la introducción de la moneda cibernética (*cybercash*), que representa una nueva etapa en la evolución de la moneda electrónica, va a plantear graves problemas a las autoridades monetarias a nivel nacional e internacional; no sólo para el control de los agregados monetarios, sino también para enfrentar la evasión fiscal, el crimen organizado y los fraudes. Es evidente que la moneda electrónica fue posible gracias a los descubrimientos en el campo de los software encriptados, que garantizaban, al principio, la confidencialidad y seguridad de las transferencias monetarias efectuadas a través de la red de internet (Castells, 2001: 198); y que a medida que se expanda, provocará que el sistema de pagos se privatice aún más. Con ello, la capacidad de los bancos centrales para controlar la creación y circulación monetaria se reducirá drásticamente, debido a que es muy probable que las transacciones de tipo *cybercash* puedan ejecutarse sin efectuar transferencias de reservas entre bancos (transferencias que normalmente son administradas por el banco central). En este sentido, se está gestando una gran transformación de la moneda regulada de naturaleza fiduciaria a operaciones informáticas no reguladas (Moore, 1994: 105).

los bancos centrales, sino que además responde fundamentalmente a la obtención de ganancia tanto por parte de los bancos como de sus clientes prestamistas. En este sentido, la propia moneda se ha convertido en un objeto de innovación de productos gracias al progreso tecnológico; pero ello también constituye, en ausencia de un marco regulatorio, una fuente generadora de inestabilidad financiera.

LA EXPANSIÓN DEL MERCADO DE TÍTULOS GUBERNAMENTALES Y LA DEUDA PÚBLICA INTERNA

Como viéramos previamente, el equilibrio entre la creación de dinero crediticio y la emisión de dinero fiduciario durante el período 1950-1970 dependió fundamentalmente de la gestión monetaria que realizaron los bancos centrales; de tal forma que durante el rápido crecimiento que se registró a lo largo de estas dos décadas a nivel mundial, predominó el fondeo basado en el dinero crediticio. Sin embargo, durante el período inflacionario de los años setenta, el crecimiento de los créditos bancarios respondía más a la necesidad de los prestatarios por mantener sus niveles de gasto, en un ambiente de erosión y estancamiento de los ingresos que la inflación y la contracción de la actividad económica generaban. Mientras tanto, los mercados de acciones y obligaciones declinaban a causa del efecto negativo del alza en las tasas de interés nominales sobre el precio de los títulos.

Así, una década de estancamiento económico incrementó la desconfianza de los bancos para otorgar créditos a largo plazo, debido al carácter poco líquido de estos y de los riesgos asociados; esto es, riesgo sobre los precios (altas tasas de interés) y riesgo de insolvencia de las empresas.

Ante esta situación, los títulos se convirtieron en una opción más atractiva debido a su alta liquidez, y a que dependían menos de las variaciones del capital industrial. Dada la alta subvaluación de las acciones y obligaciones (como consecuencia de la alta inflación) hacia principios de la década del ochenta, estos títulos presentaban un potencial de apreciación alto, como consecuencia del proceso de desinflación estimulado por el descenso en las tasas de interés nominales. En este ambiente, no es sorprendente la rápida expansión de los mercados financieros después de 1982, que además se vieron estimulados por la reestructuración industrial mediante la vía de fusiones y adquisiciones.

A este dinamismo en el mercado de títulos debe sumarse el efecto de la revolución informática y de las tecnologías de la comunicación. Su aplicación a las actividades financieras aceleró el rompimiento de los monopolios de información de los bancos y mejoró la eficiencia de los mercados financieros en términos de volumen y velocidad de las operaciones. Además, las innovaciones tecnológicas facilitaron el acceso tanto de los prestatarios como de las empresas a los mercados

de títulos. De la misma forma, los nuevos productos –como las obligaciones de alto rendimiento y alto riesgo (*junk bonds*), la colocación de obligaciones privadas y las transacciones financieras mayoristas (*block trading*)– estimularon el interés y preferencia de las sociedades por los mercados financieros como fuente de capital. Este desplazamiento en beneficio de los títulos y en detrimento de los préstamos bancarios disminuyó la participación de los bancos en el sistema de crédito; en tanto que las instituciones financieras emisoras de títulos, como los fondos mutualistas y los fondos de pensiones, se vieron favorecidas.

En un ambiente de fuerte competencia por la obtención y colocación de fondos, los bancos optaron desde mediados de la década del noventa por sumarse a este proceso de titularización del crédito a través de algunos mecanismos. En primer lugar, realizaron inversiones masivas en títulos. Paralelamente, transformaron un importante porcentaje de sus préstamos en títulos (este fue el caso de los títulos que aseguran la liquidez de los préstamos hipotecarios), con lo que obtuvieron una doble ventaja: compartir el riesgo con otros y acelerar la rotación de sus fondos prestables⁷. Y luego, con la evasión de estas restricciones regulatorias, los bancos administraron de hecho tanto fondos mutualistas como fondos de pensiones, por lo que se desempeñaron como verdaderas instituciones financieras. Estas actividades generan comisiones más altas y estables que el ingreso proveniente de los intereses (tal es el caso de las transacciones bursátiles, que si bien son altamente volátiles, también son potencialmente más lucrativas).

La creciente participación de los bancos en los mercados de títulos permitió que un alto volumen de dinero “fresco” se canalizara al financiamiento de los mercados de títulos mediante la apertura de créditos bancarios renovables y de líneas de crédito a los inversionistas institucionales (fondos mutualistas, fondos de pensiones), a los corredores de Bolsa, a los bancos que garantizaban la emisión de nuevos títulos, así como a los propios emisores. Al proveer de fondos a los diferentes operadores del mercado, y al adquirir ellos mismos grandes cantidades de títulos, los bancos posibilitaron que los mercados financieros se volvieran más líquidos y, por lo tanto, más seguros.

Además, su oferta de fondos también permitió la compra de títulos financieros por endeudamiento. Con este mecanismo de apalancamiento se incrementaban las ganancias potenciales provenientes de las operaciones en títulos, al tiempo que se reducía el monto de capital

7 En el caso de EE.UU., donde la reglamentación impide a los bancos actuar directamente en los mercados de títulos como corredores de valores y agentes de Bolsa, encontraron mecanismos indirectos para aprovechar el auge en los mercados de títulos, financiando a los inversionistas y a los intermediarios financieros que operaban en esos mercados.

adelantado con fondos propios. Por último, los bancos comerciales han aceptado la utilización de los títulos como garantía de los préstamos para el financiamiento de la compra de títulos suplementarios, permitiendo a los inversionistas financieros efectuar transacciones de alto valor con un aporte muy bajo de capital propio.

Con la liberalización financiera, los mercados de títulos públicos se convirtieron en uno de los segmentos más dinámicos y atractivos de los mercados financieros internacionales. En efecto, dichos títulos han registrado un crecimiento extraordinario desde mediados de la década del ochenta, primero en los países industrializados, y posteriormente en las economías en desarrollo. En la actualidad, las operaciones con títulos públicos superan con mucho a las de otros segmentos del mercado financiero, con excepción del mercado cambiario.

Como vimos arriba, los persistentes déficit públicos en los países industrializados, y luego en los países en desarrollo, alimentaron la expansión del mercado primario de títulos públicos, que a su vez alimentó las operaciones en su respectivo mercado secundario, el cual presentó un crecimiento todavía más sorprendente debido al carácter altamente especulativo de las operaciones que ahí se realizan. El atractivo de los títulos públicos es evidente; son los créditos negociables menos riesgosos debido a que el Estado es la mejor garantía, porque no puede quebrar; además, estos títulos aumentan la liquidez en los mercados, al asegurar un mercado secundario permanente.

En la medida en que los déficit públicos presentaron una disminución –como consecuencia de la aplicación de reformas económicas que tenían como objetivo finanzas públicas equilibradas–, la emisión de valores gubernamentales en los países en desarrollo deja de ser una fuente de financiamiento del gasto público para convertirse en una estrategia antiinflacionaria que neutralice los efectos de los flujos de capitales externos sobre la oferta monetaria. En efecto, desde mediados de la década del noventa, el incremento de la deuda pública interna vía la colocación de títulos públicos se ha convertido en una fuente de subsidios a la acumulación de las reservas internacionales, que se refleja en el déficit público, cuyo origen es el pago de intereses por este tipo de deuda.

Así, la afluencia masiva de capitales externos ha conducido a los gobiernos de los países en desarrollo a recurrir a la colocación de valores gubernamentales como un mecanismo de regulación de la oferta monetaria, tendiente a mantener la estabilidad de precios. En este sentido, el déficit público generado por el alto endeudamiento de los gobiernos se ha constituido en la estrategia antiinflacionaria de muchas economías en desarrollo, como por ejemplo la mexicana.

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS Y LA DEUDA PÚBLICA INTERNA: EL MECANISMO DE ESTABILIDAD MONETARIA EN MÉXICO

La evolución reciente de la deuda pública interna del gobierno mexicano representa un claro ejemplo de esta situación. La colocación permanente de valores públicos como un mecanismo estabilizador, ante la afluencia de grandes volúmenes de capitales externos de corto plazo, ha elevado el monto de intereses pagados por concepto de deuda pública interna y, por ende, el nivel del déficit público financiero. En consecuencia, el deterioro actual de las finanzas públicas, medido por el déficit financiero del sector público, no tiene como contrapartida el incremento en el gasto e inversión públicos, que históricamente habían estimulado el crecimiento económico. Por el contrario, una alta proporción del déficit público hoy tiene su origen en el pago de los intereses de la deuda interna del gobierno, que como veremos, se explica por el hecho de que el monto de estos es casi igual al monto del déficit público.

ALTAS TASAS DE INTERÉS Y “REPRESIÓN FINANCIERA”

Después de la crisis de la deuda externa de 1982, y como parte de la estrategia para enfrentar la misma, se inicia en México una reforma estructural basada en la concepción neoliberal-monetarista (McKinnon, 1981; 1974) que sostiene que la desregulación y liberalización económica es la condición indispensable para que las economías en desarrollo corrijan los desequilibrios que la intervención del Estado generó en su estructura productiva. En particular, se señalaba que los mecanismos institucionales de regulación y administración del sector financiero (tasas de interés controladas, encaje legal, cajones de crédito) debían ser eliminados.

Este enfoque argumentaba que las bajas tasas de interés conducían a una mala asignación de los recursos, al permitir el financiamiento de proyectos de inversión de baja rentabilidad. Asimismo, se cuestionaba el control y administración del crédito que, se aseguraba, favorecía a proyectos y empresas públicas poco competitivas, lo que racionaba el crédito para proyectos con rendimientos potencialmente más altos. Además, la administración del sistema financiero desalentaba el desarrollo del mercado de capitales y la competencia entre este y el sector bancario, inhibiendo así el crecimiento del ahorro interno y la inversión productiva. En contraparte, la liberalización financiera, al estimular la competencia y con ello la elevación de las tasas de interés, estimularía tanto el ahorro y la inversión internos como el ahorro externo, al otorgar rendimientos mayores a los internacionales.

Dado que este enfoque supone que el ahorro es una función creciente de la tasa de interés, cuanto más elevada sea esta tasa, mayor

será la disposición de los agentes económicos para renunciar al consumo inmediato. En vez, decidirán en favor del consumo futuro, cuyo nivel se elevará debido al aumento de los ingresos financieros que proporciona el ahorro presente. Así, el alza en las tasas de interés conduciría a una mejor asignación del capital, ya que los proyectos de inversión con bajos rendimientos no recibirían créditos.

Sin embargo, en el caso de México, las altas tasas de interés no generaron los efectos benéficos esperados sobre el ahorro y la inversión; por el contrario, al alza en las tasas de interés le siguió una tendencia a la baja en el ahorro y la inversión (Galindo y Guerrero, 2000: 397). Ello demuestra que el ahorro no es una función de la tasa de interés, sino del ingreso; y como el ingreso depende de la inversión, por la vía del efecto multiplicador del ahorro, este dependerá de la inversión, que es una función decreciente de la tasa de interés. Por tanto, las tasas de interés altas provocaron una caída en el nivel de ahorro e inversión internos, lo que condujo a una desaceleración en el crecimiento económico y en la generación de empleos desde mediados de 1993. En este sentido, la *represión financiera*⁸ estaría causada más bien por el nivel elevado de las tasas de interés reales, lo que contradice la conclusión del enfoque neoliberal.

DESREGULACIÓN FINANCIERA: FLUJOS DE CAPITALES, TIPO DE CAMBIO Y ESTABILIDAD DE PRECIOS

En México, la desregulación del sistema bancario se inicia en 1984, con la eliminación del coeficiente de encaje legal sobre los pasivos en moneda nacional. Posteriormente se liberaron totalmente las tasas de interés, y en 1989 se inició la liberalización del mercado de valores. En su conjunto, las reformas financieras estimularon la expansión del mercado de acciones, pues el saneamiento de las finanzas públicas permitió que los recursos internos se canalizaran hacia los mercados de títulos de renta variable, provocando un efecto positivo en sus cotizaciones. Dicho crecimiento atrajo altos flujos de capitales externos que reforzaron este dinamismo. La confianza en un mercado emergente permanece si el alza en las cotizaciones conduce en el largo plazo a una acumulación productiva real (Hagger, 1993: 21; Toporowsky, 2001: 130); pero si las tasas de interés activas que se determinan en el mercado desregulado son mayores al rendimiento del capital en proyectos de bajo riesgo, y el crédito que se genera se destina al financiamiento de actividades especulativas o de alto riesgo, entonces el ingreso real, las utilidades de las empresas y el valor de mercado de

⁸ Entendida como una baja disponibilidad de recursos, un alto racionamiento del crédito por parte de los bancos, que se traduce en una fuerte desintermediación bancaria.

estas crecen de manera lenta (Toporowsky, 1993: 23). En tal situación, las carteras bancarias se deterioran rápidamente debido al desajuste en el sistema de pagos, con lo que se ahuyenta a los inversionistas externos, se propicia la fuga de capitales y, finalmente, la crisis se precipita (Fernández y Oliví, 2000: 479).

Por otro lado, dados los altos volúmenes y la gran movilidad de los flujos de capitales internacionales de corto plazo, el comportamiento actual en el tipo de cambio depende más de los diferenciales de las tasas de interés de corto plazo que del déficit comercial o de los diferenciales de inflación (Mántey, 1996: 27). Así, con tipos de cambio nominal estables, los altos diferenciales de rendimiento nominal atraerán flujos de capitales. En consecuencia, la instrumentación de una política monetaria restrictiva tendiente a evitar la fuga de capitales, necesariamente conducirá a la sobrevaluación del tipo de cambio real. El efecto recesivo de las altas tasas de interés sobre la inversión productiva se agudizará por la pérdida de competitividad internacional de las exportaciones generada por la sobrevaluación del tipo de cambio real. Ambos efectos (tasas de interés altas y pérdida de competitividad de las exportaciones) conducirán a una contracción en el nivel del producto, en tanto que la sobrevaluación del tipo de cambio reducirá la tasa de inflación si la economía es altamente dependiente de las importaciones o si está sujeta a fuertes ataques cambiarios.

De esta forma, los flujos internacionales de capitales se han constituido en el principal factor determinante de los desequilibrios en balanza de pagos de los países en desarrollo. Ello ha obligado a los gobiernos de estos países a utilizar las tasas de interés internas como el principal instrumento de estabilización, para lo cual se les ha dotado de una alta flexibilidad que les permita ajustarse a las condiciones del mercado internacional.

Lo anterior explica que, en un contexto de desregulación del crédito, una política de altas tasas de interés combinada con estabilidad del tipo de cambio nominal como la aplicada en México desde 1990 se asegure un elevado flujo de capitales de corto plazo, mientras el desequilibrio externo no entorpezca el crecimiento económico. En la medida en que este desequilibrio adquiere niveles altos, el producto se contrae y la devaluación monetaria se anticipa (ver Cuadros 1 y 2), provocando que los flujos de capitales salgan en busca de otros mercados con mayor rendimiento, con lo que la crisis se hace presente (Minsky, 1984: 113).

Tal situación fue la que se presentó en diciembre de 1994, cuando el alto déficit en cuenta corriente y la fuga de capitales condujeron de manera precipitada a la devaluación. La capacidad de la autoridad monetaria para influir en los rendimientos nominales de los títulos se debilita gravemente debido a la fuerte reducción en las reservas internacionales (ver Cuadro 3).

CUADRO 1
MÉXICO: DIFERENCIALES DE TASAS DE INTERÉS NOMINALES

Año	Tasas de Interés Nominal*			Diferenciales		Inflación México***
	México (a)	Estados Unidos (b)	Londres** (c)	México/ EE. UU. (a-b)	México/ Londres (a-c)	
1998	31,80	8,5	9,3	23,3	22,5	51,7
1989	34,80	8,0	8,4	26,8	26,4	19,7
1990	22,70	7,9	7,8	14,8	14,9	29,9
1991	15,20	4,5	4,5	10,7	10,7	18,8
1992	24,80	3,5	3,5	21,3	21,3	11,9
1993	13,10	3,3	3,4	9,8	9,7	8,0
1994	26,60	6,3	6,4	20,3	20,2	7,1
1995	43,40	5,6	5,8	37,8	37,6	52,0
1996	23,80	5,5	5,6	18,3	18,2	27,7
1997	17,40	5,8	6,1	11,6	11,3	15,7
1998	19,40	5,2	5,2	14,5	14,5	18,6
1999	7,80	4,9	4,9	2,7	2,7	12,3
2000	6,79	6,0	5,9	0,8	0,9	9,0
2001	2,85	5,6	5,6	-2,8	-2,8	4,4
2002	3,42	1,7	1,8	1,7	1,6	5,7

Fuente: estadísticas internacionales del FMI (2002).

* Todas las tasas corresponden a depósitos a 3 meses.

** Corresponde a los depósitos a 3 meses de los eurodólares.

*** Calculada con un INPC 1994 = 100.

CUADRO 2
MÉXICO. INVERSIÓN EXTRANJERA

Año	Millones de dólares			Estructura Porcentual			Tasas de Crecimiento		
	Total	Directa	De Cartera	Total	Directa	De Cartera	Total	Directa	De Cartera
1988	3.880	2.880	1.000	100	74,2	25,8			
1989	3.627	3.176	451	100	87,6	12,4	-6,5	10,3	-54,9
1990	6.042	2.633	3.409	100	43,6	56,4	66,6	-17,1	655,9
1991	17.515	4.761	12.754	100	27,2	72,8	189,9	80,8	274,1
1992	22.434	4.393	18.041	100	19,6	80,4	28,1	-7,7	41,5
1993	33.208	4.389	28.819	100	13,2	86,8	48,0	-0,1	59,7
1994	19.520	10.973	8.547	100	56,2	43,8	-41,2	150,0	-70,3
1995	-188.000	9.526	-9.714	100	-5.067,0	5.167,0	-101,0	-13,2	-213,7
1996	22.754	9.185	13.569	100	40,4	59,6	-12.203,2	-3,6	-239,7
1997	17.867	12.830	5.037	100	71,8	28,2	-21,5	39,7	-62,9
1998	13.055	12.028	1.027	100	92,1	7,9	-26,9	-6,3	-79,6
1999	24.772	12.767	12.005	100	51,5	48,5	89,8	6,1	1.068,9
2000	14.183	15.318	-1.135	100	108,0	-8,0	-42,7	20,0	-109,5
2001	29.103	25.221	3.882	100	86,7	13,3	105,2	64,6	-442,0

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

La crisis de diciembre de 1994 demostró que la capacidad de la economía mexicana para absorber elevados montos de recursos externos es limitada, ya que estos generaron dificultades para controlar las presiones inflacionarias, y el objetivo de crecer sobre la base de un sector exportador dinámico y diversificado se frustró. En efecto, el ingreso de altos montos de recursos externos de corto plazo obligó al gobierno a aplicar una política monetaria restrictiva para contrarrestar las presiones inflacionarias, cuya contrapartida fue el incremento de las reservas internacionales acumuladas en el Banco de México. Por otro lado, los flujos de recursos externos apreciaron el tipo de cambio real, erosionando la competitividad de las exportaciones y estimulando altos volúmenes de importaciones, de por sí elevadas debido a la apertura comercial.

CUADRO 3
MÉXICO: INDICADORES DE EQUILIBRIO MACROECONÓMICO

Año	Reservas Internacionales ⁽ⁱ⁾ (a)	Déficit Público ⁽ⁱⁱ⁾ (b)	Déficit Externo ⁽ⁱⁱⁱ⁾ (c)	Diferencial Tasa de Interés ^(iv) (d)	Importaciones ^(v) (e)	R/M (a/e)	Sub/Sobre valuación Tipo de Cambio ^(vi)
1988	6.588,0	-42.479	-2.375,6	23,3	28.082,0	23,5	-3,16
1989	6.859,5	-25.275	-5.821,3	26,8	34.766,0	19,7	2,47
1990	10.168,4	-19.279	-7.540,8	14,8	41.593,2	24,4	7,63
1991	17.547,0	-4.724	-14.646,7	10,7	49.966,6	35,1	18,13
1992	18.554,0	16.373	-24.438,5	21,3	62.129,4	29,9	22,27
1993	24.537,5	8.243	-23.399,2	9,8	65.366,5	37,5	29,50
1994	6.148,2	-1.735	-29.662,0	20,3	79.345,9	7,7	24,94
1995	15.741,1	-202	-1.576,7	37,8	72.453,1	21,7	-13,86
1996	17.552,6	-283	-2.330,3	18,3	89.468,8	19,6	-5,20
1997	27.950,2	-23.011	-7.448,4	11,6	109.807,8	25,5	7,32
1998	30.235,5	-47.919	-16.089,8	14,5	125.373,1	24,1	6,52
1999	30.683,0	-51.988	-14.375,1	2,7	141.974,8	21,6	15,88
2000	33.687,0	-60.500	-18.160,2	0,8	174.457,8	19,3	24,00

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

I Saldos al fin del año, en millones de dólares.

II Se refiere al déficit económico, en millones de pesos. Signo (-) representa un déficit y signo (+) representa un superávit.

III Se refiere a la cuenta corriente, en millones de dólares.

IV Se refiere al diferencial entre México y EE.UU.

V En millones de dólares.

VI Signo (-) significa subvaluación, signo (+) significa sobrevaluación.

La entrada de altos volúmenes de capitales externos de corto plazo no sólo permitió al gobierno mexicano financiar el creciente déficit comercial provocado por la combinación de un tipo de cambio sobrevaluado y una alta liberalización del comercio externo, sino también afrontar el servicio de la deuda externa mediante la emisión de bonos públicos. Así, mientras permanezcan los flujos de capitales externos, el reembolso de los títulos públicos a corto plazo y los rendimientos derivados de las tasas de interés están asegurados, pues ambos dependen de las nuevas entradas de capitales externos. Si la abundancia de capitales es alta y permanente, el nivel de las reservas internacionales aumentará a pesar del incremento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que permite que los agentes crean que dichos flujos serán permanentes.

Sin embargo, la dependencia financiera aumentará también, debido a que el financiamiento del desequilibrio externo –y, por ende, la irrupción o no de la crisis– dependerá tanto de los nuevos flujos externos de capitales como de la permanencia de los anteriores. En otras palabras, la credibilidad sobre la capacidad del banco central para lograr la estabilidad del tipo de cambio y el mantenimiento de los diferenciales positivos de las tasas de interés depende de los movimientos de capitales internacionales.

Si bien la cobertura de riesgo es una solución para los inversionistas del mercado de dinero, no lo es para los que acuden a los mercados accionarios, debido a que la devaluación monetaria del tipo de cambio eleva los precios, lo que genera una contracción del ingreso real a corto plazo que afecta de manera negativa el valor de los títulos, incluso en moneda local (Galindo y Perrotini, 1996: 49).

Debido a los efectos inflacionarios y recesivos que ocasiona la devaluación monetaria en las economías en desarrollo abiertas, como la mexicana, el tipo de cambio nominal estable (tipo de cambio real sobrevaluado) se ha convertido en uno de los principales instrumentos para lograr la estabilidad de precios, a pesar de la reducción que provoca en el valor de los títulos de renta variable. En este marco, la capacidad de la banca central para influir en el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo y del tipo de cambio nominal –en tanto no se deterioren gravemente los equilibrios macroeconómicos básicos: déficit externo, déficit público, inflación, etc.– dependerá del coeficiente de reservas internacionales sobre las importaciones y de los diferenciales de tasas de interés con el exterior. El primer indicador representa el margen de maniobra de la autoridad monetaria para intervenir en el mercado cambiario y el segundo manifiesta el margen del banco central para sostener un tipo de cambio estable, pues este depende de los altos niveles de reservas internacionales, que a su vez están determinados por los flujos de capitales externos, que se verán fuertemente estimulados si el diferencial de tasas de interés es alto.

En el caso de México, el primer indicador fue del 7,7% para 1994; ello significaba que las reservas internacionales únicamente podían financiar en un porcentaje similar el total del valor de las importaciones, que habían venido creciendo a tasas muy altas. Por su parte, el diferencial de tasas de interés, que en 1993 ya había disminuido de 21,3 a 9,8 puntos, para 1994 vuelve a ubicarse en los 20 puntos, como una medida necesaria para contener la fuga de capitales (ver Cuadro 3).

Este mecanismo de estabilidad monetaria y cambiaria fuertemente limitado por la disponibilidad de flujos de capitales externos conduce a que el sistema económico se reproduzca sobre el filo de

la navaja, ya que la aparición de incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio puede provocar salidas de capitales, con lo que se debilita la credibilidad del banco central para obtener capitales en los mercados financieros internacionales (Dow, 1985: 202-203). En México, con anterioridad a la crisis cambiaria de 1994, el tipo de cambio presentaba un margen de sobrevaluación del 29,5%, y a pesar de que el monto de reservas era alto, el Banco de México fue incapaz de impedir la autorrealización de las expectativas devaluatorias de los agentes económicos.

Por otro lado, la calificación de “mercado emergente” para la economía mexicana estimuló la entrada de capitales especulativos, que obligó al gobierno a emitir valores públicos con el fin de esterilizar una alta proporción de estas divisas, evitando así efectos expansivos en la base monetaria y, por ende, presiones sobre la tasa de inflación. Pero el logro de este objetivo supone el mantenimiento de altos diferenciales de tasas de interés, con lo que se reproducen las condiciones atractivas para que sigan fluyendo los capitales externos que alimentan el círculo vicioso entre altas tasas de interés, flujos de capitales y esterilización de divisas.

Al respecto, en el Cuadro 4 se muestran dos aspectos importantes de esta problemática: por un lado, la colocación de valores gubernamentales ha venido adquiriendo mayor peso en la estructura total del ahorro financiero, en promedio 20%; por el otro, los residentes en el extranjero se convirtieron en los principales tenedores de valores gubernamentales durante el período 1992-1994. Ello indica que el gobierno mexicano ha sido uno de los tomadores de préstamos más dinámicos en los mercados internacionales, al ofrecer títulos públicos altamente atractivos para estos inversionistas.

CUADRO 4
MÉXICO: AHORRO FINANCIERO¹

Año	Total ⁽ⁱⁱ⁾	Captación Bancaria				Valores Gubernamentales			Valores emitidos por entidades privadas	Fondo de Ahorro para el Retiro ⁽ⁱⁱⁱ⁾	Otros ^(iv)
		Total	De Bancos Residentes			Total	En poder de residentes del país	En poder de residentes del extranjero			
			Total	Banca Comercial	Banca de Desarrollo						
1990	100	62,4	100	92,6	7,4	30,4	93,4	6,6	4,0	0,0	3,2
1991	100	71,9	100	93,8	6,2	21,4	76,7	23,3	5,3	0,0	0,0
1992	100	75,3	100	91,7	8,3	18,0	39,9	60,1	5,4	1,3	0,0
1993	100	70,0	100	89,0	11,0	21,8	40,0	60,0	5,2	3,0	0,0
1994	100	70,7	100	88,6	11,4	21,1	29,6	70,4	3,9	4,0	0,0
1995	100	79,7	100	87,5	12,5	11,6	72,8	27,2	2,8	6,0	0,0
1996	100	76,9	100	86,6	13,4	12,5	80,6	19,4	3,0	7,6	0,0
1997	100	70,2	100	89,7	10,3	16,2	88,1	11,9	4,4	9,2	0,0
1998	100	68,0	100	88,9	11,1	19,4	93,0	7,0	4,4	8,2	0,0
1999	100	61,0	100	88,3	11,7	26,3	98,0	2,0	3,7	8,9	0,0
2000	100	51,3	100	86,1	13,9	30,1	98,7	1,3	4,7	9,8	4,1

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

I El ahorro financiero se define como el agregado monetario M4 (billetes y monedas en poder del público).

II No incluye al sector público.

III Corresponde a los fondos de ahorro para el retiro fuera de las SIEFORES.

IV Hasta 1991 corresponde a FICORCA, a partir de 200 incluye valores emitidos por el Banco de México y por el IPAB.

EL NUEVO PAPEL DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA

Como vimos, los altos flujos de capitales externos, que rebasaron la capacidad de absorción de la economía mexicana, no sólo han generado un creciente déficit en la cuenta corriente de las balanzas de pagos, que por lo demás no es automáticamente ajustable, sino que también se han convertido en la causa del deterioro de las finanzas públicas, al obligar al Banco de México a aplicar políticas de esterilización de divisas a través de la colocación de deuda interna en niveles mayores a las necesidades presupuestales y a tasas de interés altas (Mántey, 1998: 16).

La política de deuda pública interna en México –que históricamente había venido cumpliendo el objetivo de estimular el crecimiento económico a través del gasto público deficitario– cumple, a partir de la desregulación financiera, el papel de protección de las reservas internacionales del Banco de México, al pagar altos rendimientos por su acumulación con un claro propósito antiinflacionario, pero un alto costo fiscal para el erario público. La deuda pública interna como es-

tabilizador del sector externo y del nivel de precios vía la estabilidad del tipo de cambio nominal ha sido el principal instrumento para enfrentar los efectos de un sistema financiero internacional desregulado, que ha limitado e incluso obstaculizado la capacidad de la política fiscal para lograr el objetivo de crecimiento económico y la solvencia del sistema financiero nacional.

En el marco de las reformas estructurales que se emprendieron en México desde mediados de los años ochenta –y en particular de la estrategia de finanzas públicas sanas– el gobierno federal ha venido operando con superávit primario desde finales de ese período; sin embargo, los altos márgenes de endeudamiento público interno con propósitos de estabilización monetaria han incrementado los depósitos en el Banco de México por arriba de los depósitos netos necesarios para regulación monetaria.

En el Cuadro 5 se observa que, en 1994, los depósitos gubernamentales en Banxico representaron el 24% del total de los valores gubernamentales negociables en circulación, en tanto que los depósitos para regulación monetaria alcanzaron el 78% del total de los depósitos gubernamentales en Banxico para el mismo año. Ello explica que la acumulación de divisas internacionales para evitar la expansión de la base monetaria se acompañe de una fuerte contracción del crédito neto del Banco de México al gobierno federal.

CUADRO 5
MÉXICO: VALORES GUBERNAMENTALES NEGOCIABLES EN CIRCULACIÓN

Año	Colocación Total de Deuda Interna del Sector Público* (a)	Millones de Pesos			Crédito de BANXICO al Gobierno Federal	Proporciones	
		Depósitos Gubernamentales en BANXICO				b/a	b/d
		Depósitos para Regulación Monetaria (b)	Otros Depósitos** (c)	Total (d) = (b+c)			
1990	161.433	0.000	3.980	3.980	4.905	0.0	0.0
1991	171.654	0.000	12.871	12.871	0.000	0.0	0.0
1992	134.755	0.000	14.871	14.871	0.000	0.0	0.0
1993	138.318	0.000	18.677	18.677	0.000	0.0	0.0
1994	228.885	54.067	15.203	69.270	0.000	23.6	78.1
1995	136.000	0.000	26.194	26.194	0.000	0.0	0.0
1996	161.572	0.000	16.124	16.124	0.000	0.0	0.0
1997	272.210	34.420	46.318	80.738	0.000	12.6	42.6
1998	353.240	19.672	63.042	82.714	0.000	5.6	23.8
1999	546.324	93.771	90.190	183.961	0.000	17.2	51.0
2000	716.846	140.930	127.439	268.369	0.000	19.7	52.5
2001	762.839	46.444	103.124	149.568	0.000	6.1	31.1

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

* Saldos corrientes, en millones de pesos.

** Sólo incluye otros depósitos del gobierno federal.

El carácter oligopólico⁹ del mercado bancario mexicano explica que los activos financieros sin riesgo, como los CETES, generalmente paguen mayores rendimientos que los depósitos bancarios a igual plazo. Ello ha permitido aplicar una política de deuda pública interna subsidiadora de la acumulación de reservas internacionales, que se ha convertido en una fuente desestabilizadora de las finanzas públicas, al generar constantes déficits económicos.

Como consecuencia de esta estructura altamente concentrada de la banca mexicana, la expansión del crédito bancario después de la des-

9 En un mercado bancario competitivo, los diferenciales de tasas de interés de instrumentos financieros de ahorro a igual plazo deben reflejar el grado de riesgo de los emisores.

regulación financiera no se basó en el pago de tasas de interés pasivas competitivas; por el contrario, la desregulación de las tasas de interés les permitió a los bancos elevar el margen de intermediación mediante la reducción de las tasas de interés sobre depósitos y el incremento en las tasas activas. En efecto, con la liberalización financiera los bancos adquirieron la libertad de pagar por los depósitos tasas de interés menores a las tasas de mercado, obligando así al Banco de México a colocar un mayor volumen de valores gubernamentales para lograr el nivel de liquidez deseado.

Por otro lado, los diferenciales de tasas de interés entre los depósitos bancarios y los CETES a igual plazo han venido generando a la banca comercial ingresos extraordinarios, cuasi-rentas, por la tenencia de títulos gubernamentales. Ambos diferenciales –el generado por tasas de interés activas altas y tasas de interés pasivas bajas, y el que proviene de tasas de interés sobre CETES mayores a las tasas de interés de los depósitos bancarios– explican los altos márgenes de intermediación de la banca comercial en México (ver Cuadro 6). Este mecanismo ha ocasionado efectos negativos a la economía en su conjunto. En primer lugar, genera una fuerte carga para el presupuesto del gobierno federal, vía el pago de altos rendimientos por la colocación de valores gubernamentales, que provocan un alto déficit financiero acompañado de superávit primario y contracción de la actividad inversora en actividades productivas del Estado. Segundo, al ser más altos los rendimientos provenientes de la tenencia de valores públicos, las inversiones en estos títulos por parte de la banca comercial ha racionalizado el crédito bancario. Y tercero, se ha fomentado la especulación en los mercados secundarios de títulos públicos, desviando así el crédito hacia la tenencia de valores de corto plazo, como los *reportos*, préstamos colaterales con valores gubernamentales.

CUADRO 6
MÉXICO: DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO

Año	Tasas de Interés Nominal*			Difencial (TICETES-TIDB)
	Tasa de Interés Interbancaria (TIIB)	Tasa de Certificados de la Tesorería (TICETES)	Tasa de Depósitos Bancarios (TIDB)	
1988	57,33	51,47	34,42	17,05
1989	70,02	40,33	33,70	6,63
1990	28,33	25,84	25,64	0,20
1991	17,81	17,33	16,97	0,36
1992	24,48	17,95	19,44	-1,49
1993	13,69	11,38	11,22	0,16
1994	28,02	15,24	14,91	0,33
1995	51,34	46,36	40,66	5,70
1996	29,65	26,51	26,37	0,14
1997	20,41	19,88	17,78	2,10
1998	36,60	34,35	17,93	16,42
1999	18,67	17,65	18,46	-0,81
2000	18,39	17,41	11,16	6,25
2001	7,96	7,53	3,20	4,33

Fuente: INEGI (2003).

* Todas las tasas de interés corresponden a depósito a 3 meses.

Los Cuadros 7 y 8 muestran la magnitud de esta situación. Primero, las empresas privadas y los particulares y la banca comercial son los principales tenedores de valores públicos; segundo, los CETES, y posteriormente los BONDES, han sido los instrumentos más cotizados en los mercados bursátiles; y tercero, los reportos representaron en 1994 el 30% de la colocación de valores públicos.

CUADRO 7

MÉXICO: COLOCACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA
A TRAVÉS DE VALORES PÚBLICOS POR SECTOR DE TENEDORES

Año	Total	Estructura Porcentual						
		Empresas privadas y particulares	Sector público no bancario	Banco de México	Banca de Desarrollo	Banca Comercial	Otros Intermediarios	Reportos
1990	100	50,73	1,10	23,53	0,38	22,62	0,40	1,23
1991	100	44,19	1,52	18,53	0,47	32,30	0,54	2,44
1992	100	56,10	3,47	19,48	0,13	16,03	0,91	3,88
1993	100	84,68	3,59	3,08	0,04	1,77	0,88	5,96
1994	100	61,87	2,84	1,10	0,98	2,67	0,00	30,54
1995	100	68,72	6,59	10,29	2,12	12,29	0,00	0,00
1996	100	80,59	8,76	6,99	1,17	2,48	0,00	0,00
1997	100	78,08	14,53	0,00	0,92	6,46	0,00	0,00
1998	100	90,64	6,97	0,00	0,07	2,32	0,00	0,00
1999	100	93,64	4,96	0,00	0,49	0,91	0,00	0,00
2000	100	93,92	2,71	0,00	1,25	2,12	0,00	0,00

Fuente: INEGI (2003).

CUADRO 8

MÉXICO: COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO
A TRAVÉS DE VALORES SEGÚN INSTRUMENTO

Año	Total	Estructura Porcentual				
		CETES	BONDES	AJUSTABONOS	UDIBONOS	Otros Valores*
1990	100	44,60	39,96	8,86	0,00	6,57
1991	100	42,33	33,78	22,71	0,00	1,18
1992	100	44,03	27,34	26,92	0,00	1,71
1993	100	58,87	12,32	24,36	0,00	4,45
1994	100	17,78	3,63	12,73	0,00	65,86
1995	100	35,73	33,07	29,48	0,00	1,73
1996	100	38,44	41,99	16,25	3,32	0,00
1997	100	50,63	30,04	5,86	13,47	0,00
1998	100	36,12	42,98	3,11	17,79	0,00
1999	100	23,62	61,73	0,00	14,64	0,00
2000	100	24,42	58,63	0,00	12,09	4,86

Fuente: INEGI (2003).

* Incluye títulos que gradualmente han dejado de colocarse, como Bonos de Deuda Pública, PETROBONOS, Burós de intermediarios bancarios, PAGAFES, BORES, TESOBONOS.

El deterioro que este mecanismo antiinflacionario de la deuda pública interna ha generado en las finanzas públicas, dadas las altas tasas de interés, se refleja en el monto del déficit económico que es prácticamente igual al monto de los intereses devengados por esta deuda (ver Cuadro 9). En todo caso, dicho monto constituye una aproximación cuantitativa al concepto de cuasi-renta fiscal, de la cual una parte considerable es percibida por la banca comercial oligopólica con fuerte presencia extranjera.

Así, en México la autoridad monetaria ha seguido una política de protección a las reservas internacionales, al recurrir de manera casi permanente a la esterilización de divisas. Cuando el Banco de México decide elevar la tasa de interés, el gobierno federal coloca mayores volúmenes de deuda interna a tasas de interés elevadas. Dado que el gobierno federal ha logrado montos elevados de superávit primarios desde principios de la década del noventa, esta política de endeudamiento interno con fines antiinflacionarios provocó que los depósitos en el banco central se ubicaran por encima de los depósitos netos necesarios para la regulación monetaria. El consiguiente incremento en la deuda pública interna no tiene como destino el financiamiento de un déficit público generado por un incremento en la inversión o gasto del sector público (como históricamente había sido), sino el subsidio a los elevados niveles de acumulación de las reservas internacionales. En otras palabras, el gobierno federal cumple la función de “prestatario de última instancia” (Mántey, 1998: 17), al endeudarse mediante la emisión de valores gubernamentales (con el propósito de mantener estable la base monetaria) y cubrir los altos rendimientos a los tenedores nacionales y extranjeros de dichos títulos.

CUADRO 9

MÉXICO: BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO (EN MILLONES DE PESOS)

Año	Déficit/ Superávit Primario	Pago de Intereses			Déficit/Superávit Económico**
		Total	Internos	Externos	
1981	-510	287	165	122	-797
1982	-743	781	463	318	-1.524
1983	699	2.155	1.347	808	-1.456
1984	1.345	3.452	2.290	1.162	-2.107
1985	1.534	5.343	3.637	1.707	-3.809
1986	1.169	12.974	9.541	3.433	-11.805
1987	8.808	37.869	29.583	8.286	-29.061
1988	22.873	65.352	51.456	13.896	-42.479
1989	38.417	63.693	47.042	16.650	-25.275
1990	52.965	68.405	50.906	17.499	19.279
1991	45.564	48.609	30.016	18.594	-4.724
1992	58.159	41.211	24.801	16.410	16.373
1993	42.003	33.598	18.751	14.848	8.243
1994	29.458	33.191	16.392	16.800	-1.735
1995	85.803	85.090	48.752	36.337	-201
1996	109.563	110.806	58.421	52.384	283
1997	111.434*	130.592	80.434	49.566	-23.011
1998	65.667	111.750	nd	nd	-47.919
1999	115.110	164.933	nd	nd	-51.988
2000	143.439	202.875	nd	nd	-60.500

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

* A partir de 1997 considera los ingresos extraordinarios provenientes de la venta de empresas públicas.

** El balance económico incluye el pago de intereses.

La protección subsidiada a las reservas del banco central con el propósito de asegurar la estabilidad del tipo de cambio nominal y, por ende, la estabilidad de precios, ha comprometido a tal grado a la política fiscal que hoy el déficit público no responde a las necesidades de expansión de la inversión pública, sino al pago de los intereses de la deuda pública interna. Sin embargo, la acumulación de reservas internacionales y las operaciones de esterilización tienen límites claros, que son el crecimiento del producto y del empleo, y la misma estabilidad del sistema financiero.

De hecho, la mejora en el déficit primario que se presenta desde 1989, a excepción de 1994-1997 y 1998-1999, se explica por el endurecimiento de la política fiscal y monetaria, que provocó la caída de la actividad económica; en tanto que el agravamiento del déficit financiero entre 1992-1993 fue resultado del desaceleramiento del crecimiento económico, que generó tanto una caída en el empleo como una disminución en los ingresos tributarios. En este contexto, la crisis de diciembre de 1994 dejó en claro que las altas tasas de interés constituyen un elemento altamente recesivo y de agravamiento del déficit público.

La tendencia declinante en el crecimiento económico presente desde 1993 se vuelve insuficiente para hacer frente al servicio de la deuda pública interna, ya que las tasas de interés se mantienen en niveles más altos que el crecimiento del producto. Del tal forma, el crecimiento del déficit financiero es más rápido que el del PIB, lo que explica el aumento en las razones déficit público/PIB y deuda pública interna/PIB. En consecuencia, “circulo vicioso de altas tasas de interés-deuda pública interna-altos montos de intereses-agravamiento del déficit público financiero-recesión económica”, es el resultado de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero mexicano.

Esta política de subsidios a la acumulación de reservas internacionales del Banco de México con fines de estabilización monetaria no sólo limitó el grado de maniobra de la política fiscal para el logro de sus objetivos de crecimiento del producto y el empleo, sino que también se ha convertido en una fuente generadora de una cuasi-renta fiscal que presiona sobre el déficit público.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

Las políticas de liberalización financiera, en combinación con la elevada liquidez internacional, han convertido a la colocación de títulos del gobierno mexicano en el segmento más atractivo y dinámico del mercado financiero internacional. La función de estabilización monetaria que el gobierno federal le asignó a la deuda pública interna, lo obligó a recurrir de manera permanente a la colocación de valores públicos. De ahí que, a pesar de los superávits primarios, el déficit financiero persista, e incluso se incremente. En este sentido, podemos decir que el déficit financiero del gobierno mexicano se ha constituido en una de las fuentes que inyecta dinamismo al mercado primario internacional de títulos públicos, sin olvidar que el crecimiento del mercado secundario ha sido todavía mayor, debido al carácter altamente especulativo que se desprende de su gran liquidez.

La evolución reciente de la economía mexicana es un claro ejemplo de los efectos generados por las finanzas internacionales liberalizadas; en particular, el déficit financiero que se acompaña de una fuerte

contracción del gasto público en inversión productiva, está en la base del deterioro de las finanzas públicas en México. La estabilidad de precios, sostenida por este déficit, se da en un contexto de recesión con agudo desempleo de los factores productivos.

La recurrencia del gobierno mexicano a la colocación de valores públicos con fines antiinflacionarios no sólo ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, sino que –más grave aún– se ha convertido en una verdadera espada de Damocles sobre las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria. Desde el momento en que se emprendió la liberalización del sistema financiero, el gobierno se comprometió a garantizar la estabilidad monetaria y a asegurar la libre circulación de los capitales internacionales; por ende, no existía margen para la independencia de la política monetaria. Así, la autonomía monetaria quedaba fuertemente limitada por los movimientos de capitales internacionales, que buscan altos rendimientos netos.

La combinación de tasas de interés flexibles con tipos de cambio nominal estables, que tienen como objetivo mantener la estabilidad en los precios, provoca una reevaluación del tipo de cambio real que conduce necesariamente a un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, generando de manera recurrente riesgos cambiarios y devaluaciones. Por otro lado, dado el papel central que se le ha asignado a la estabilidad cambiaria, el gobierno debe asumir la responsabilidad de mantener la paridad del tipo de cambio nominal a través de la creciente colocación de valores públicos que incrementan la tasa de interés y, por tanto, desaceleran la actividad económica.

BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, Michel 1979 *Regulación y crisis del capitalismo* (México: Siglo XXI).
- Castells, Manuel 2001 *La era de la información*, Vol. I (México: Siglo XXI).
- Dow, J. C. R. 1985 “Proceso financiero e incertidumbre, y consecuencias para el poder del banco central” en Bendesky, L. (comp.) *El papel de la banca central en la actualidad* (México: CEMLA/Banco de España).
- Fernández, Muro C. y Oliví I., A. 2000 “Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes” en *Comercio Exterior* (México) Vol. 450, N° 6, junio.
- Galindo, P. Luis Miguel y Guerrero, Carlos 2000 “El impacto de la liberalización financiera sobre el ahorro privado en México, 1980-1998” en Mántey, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí (comp.)

- De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático* (México: ENEP/Acatlán/UNAM).
- Galindo, P. Luis Miguel y Perrotini, Ignacio 1996 “El mercado de futuros del tipo de cambio en México, 1978-1985” en *Comercio Exterior* (México), enero.
- Guttman, Robert 1999 “La mutaciones del capital financiero” en Chesnais, François (comp.) *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío* (Buenos Aires: Losada).
- Hagger, E. 1993 “Emerging markets: from freight to despair” in *Euromoney*, July.
- INEGI 2003 *Anuario estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*, marzo.
- LeRoy, Miller R. y Pulsinelli R., W. 1992 *Moneda y banca* (Colombia: Mc Graw Hill).
- Mántey, de Anguiano G. 1996 “Riesgo sistémico en el mercado bursátil mexicano y su efecto en la inversión real” en *Comercio Exterior* (México) Vol. 46, N° 1, enero.
- Mántey, de Anguiano G. 1998 “Desregulación financiera y protección fiscal al Banco Central” en *Economía Informa* (México: Facultad de Economía-UNAM).
- McKinnon, R. I. 1981 (1964) “Foreign exchange constraints in economic development and efficient aid allocation” in Bhagwati, J. (ed.) *International Trade: Selected Readings* (Cambridge: The MIT Press).
- McKinnon, R. I. 1974 *Dinero y capital en el desarrollo económico* (México: CEMLA).
- Minsky, Hyman P. 1984 *Can “IT” happen again?. Essays on instability and finance* (New York: M. E. Sharpe, Armonk).
- Moore, Basil 1994 “Diferencias entre el dinero mercancía, el de curso legal y el crediticio” en *Investigación Económica* (México: Facultad de Economía-UNAM).
- Plihon, Dominique 1999 “Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales” en Chesnais, François (comp.) *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío* (Buenos Aires: Losada).
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público 2003 *Síntesis Estadística y Económica* (México) febrero.
- Steindl, Josef 1979 *Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano* (México: Siglo XXI).
- Toporowsky, J. 1993 *Economics of Financial Markets and the 1987 Crash* (Cheltenham, UK / Northampton, US: Edward Elgar).
- Toporowsky, J. 2001 “Financial derivatives, liquidity preference, competition and financial inflation” in Arestis, P. and Sawyer,

Malcolm (eds.) *Money, finance and capitalist development* (Cheltenham, UK / Northampton, US: Edward Elgar).

Toporowsky, J. 2002 “Una teoría kaleckiana sobre la dinámica perversa de los tipos de cambio” en Mántey, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí (comps.) *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo* (México: Miguel Angel Porrúa-ENEP-Acatlán/UNAM).

Wolfson, H. Martin 1993 “The evolution of the financial system and the possibilities for reforms” in Dymski, Gary A.; Epstein, Gerald and Pollin, Robert (eds.) *Transforming the U.S. financial system. Equity and efficiency for the 21 Century* (New York: M. E. Sharpe, Armonk).