

La efectividad de las operaciones de mercado abierto en países emergentes. México en los noventa

Noemí Levy Orlik

Introducción

Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM
<levy@servidor.unam.mx>

Harcourt y Toporowski en su trabajo “The lender of last resort and capital market instability” proponen estabilizar el sistema financiero, particularmente el mercado de capitales, mediante operaciones de mercado abierto (OMA) que actúen contra-cíclicamente a los movimientos de capital. La intervención del banco central en el sistema financiero tiene su máxima expresión como prestamista de última instancia (PUI) a fin de rescatar instituciones bancarias impedidas de enfrentar el retiro de depósitos. La intervención estatal se amplía a intervenciones continuas (vía OMA, variación de la tasa de interés, etcétera) para incidir en la liquidez de la economía. La novedad que presentan esos autores es la intervención en el mercado de capitales mediante bonos del banco central a fin de retirar (inyectar) excesos (faltantes) netos de liquidez. La estabilidad del sistema financiero y las OMA, desplegadas por las autoridades monetarias, constituye un tema central en los países emergentes. Empero, esas operaciones se han vinculado fuertemente a las crisis financieras y económicas.¹

ECONOMIAUNAM vol. 2 núm. 6

Las emisiones de bonos gubernamentales para atraer capital externo, acompañadas de políticas de apertura comercial con ajustes estructurales (privatización de activos nacionales y venta a agentes extranjeros), han sido las políticas dominantes en países emergentes en el marco de la globalización. Dos casos recientes, particularmente en América Latina, se relacionan con esos factores. La crisis mexicana de diciembre de 1994 se vincula a la emisión de Tesobonos y la apertura comercial –iniciada en 1986 con la firma del GATT y profundizada con el TLCAN (1993)–. Por otro lado, la imposición del consejo monetario, junto con la privatización y extranjerización de las principales empresas argentinas, se asocia a la profunda crisis económica de 2001 en dicho país. Nótese que en ambos países el objetivo principal de la política económica, al menos antes de la crisis, fue la atracción de flujos monetarios para estabilizar el tipo de cambio y controlar la inflación,

1. Al agradecer los comentarios de Jan Toporowski, la autora reconoce que este trabajo forma parte del proyecto “Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados” patrocinado por DGAPA-UNAM.

con la cual se supone asegurar el flujo constante de capitales externos que equilibra la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se distingue por ser deficitaria debido a la apertura comercial.

El actual entorno internacional, aunque comparte algunas características con experiencias anteriores de globalización financiera, reúne particularidades que incrementan su inestabilidad.

1. La desregulación financiera iniciada con el pacto Smithsoniano (1971) y la globalización del mercado de capitales se basa en una gran movilidad de capitales entre países con distintos desarrollos económicos e institucionales (sucedido semejante al ocurrido en los años treinta), con la particularidad que la cantidad de dinero en circulación no se asocia a ningún valor (por ejemplo oro, plata). Ello implica que actualmente la movilidad de capital tiene lugar con dinero desprovisto de un ancla de valor, lo cual incrementa los montos de liquidez en el mercado mundial (Padoa-Schioppa, 1994).

La pérdida de barreras entre los mercados nacionales de capitales y la moneda desprovista de ancla nominal promueven crisis por contagio, dominantes en la segunda parte de la década de los noventa (Eatwell y Taylor, 2000, Kregel, 1998), señalándose por todas las corrientes focos de peligro por abruptas aperturas del mercado de capital.²

2. En el mercado financiero nuevamente se despliega un proceso de inflación (Toporowski, 2000) con reducidos estabilizadores fiscales. El Estado no despliega gasto público anticíclico y la liquidez se desvía a la especulación financiera. El resultado final del incremento de precios en el sector financiero, pese a que abate el costo de financiamiento, es la reducción del crecimiento económico, ahondándose en el período actual con el surgimiento de inversionistas institucionales que concentran grandes montos de flujos financieros (fondos de pensiones, seguros, etcétera) que se desplazan de un mercado financiero a otro, provocando crisis cambiarias que modifican el valor de los activos y tornando más atractivas las inversiones financieras y los proyectos de inversión de corto plazo. Esta característica tiene efectos particularmente nocivos para las economías emergentes con débiles mercados de capital que requieren de altos flujos de capital externo para financiar la cuenta corriente externa, en tanto no existe ningún instrumento financiero que pueda detener la salida de capitales.

3. La función de prestamista de última instancia (PUI) adquiere especificidades particulares después de la crisis de los treinta del siglo pasado. En la actualidad, el objetivo de la política monetaria es estabilizar el sistema de pagos, rescatando instituciones independientemente de su solvencia financiera y prácticas bancarias adecuadas (Chick, 1992, y Aglietta, 1996). No se diferencia entre la iliquidez y la insolvencia y no se imponen castigos en los rescates bancarios. En este marco la propuesta de Toporowski y Harcourt de limitar la liquidez económica mediante operaciones de mercado abierto (OMA) se vuelve insostenible para las economías emergentes, porque en estos países las OMA se vinculan al flujo de capital externo que se explica por la debilidad del mercado de

capitales y, en general, del mercado financiero, así como por la limitada habilidad de los bancos centrales en el despliegue de políticas estabilizadoras en tiempos de crisis. Ello limita la función del PBI sólo a deudas denominadas en moneda nacional que se reducen en el contexto de sistemas monetarios globales. Las políticas monetarias se vuelven procíclicas a los movimientos del capital externo. Desde nuestra perspectiva, la propuesta de dichos autores no se aplica a países emergentes porque el mercado financiero está dominado por títulos gubernamentales y las OMA tienen como función estabilizar la moneda, independientemente de la liquidez del mercado de capitales.

Los bancos centrales están imposibilitados de detener las salidas de capital externo y deben establecer políticas procíclicas, profundizando las crisis financieras de los agentes deudores nacionales sin revertir la salida de capitales. El objetivo de esas políticas es restaurar la confianza de los inversionistas institucionales a fin de revertir el movimiento de capitales. Ello se acompaña generalmente por reformas estructurales y políticas económicas restrictivas que garanticen la estabilidad del tipo de cambio y la no interferencia del Estado en la economía.

En lo que sigue se explica la función estabilizadora del banco central en los mercados financieros de países desarrollados para más adelante discutir las políticas de estabilización en mercados emergentes con base en la experiencia mexicana del período de desregulación y globalización. En seguida se analizan las operaciones de mercado abierto en el sistema financiero mexicano y finalmente se presentan las conclusiones.

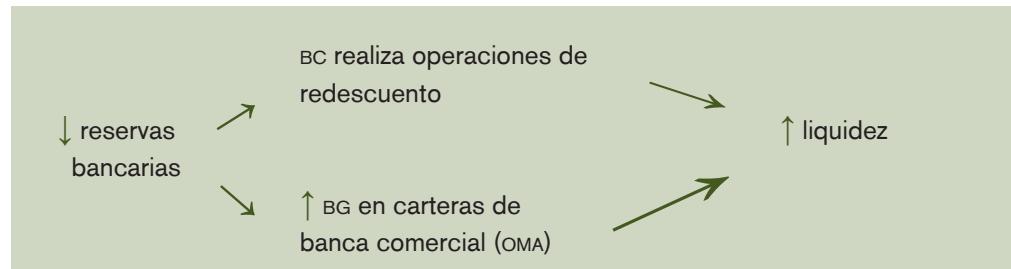
OMA en países desarrollados con mercados internacionales globalizados

Una reducción de la liquidez (caída de reservas) del sector bancario puede ser neutralizada mediante la compra de bonos gubernamentales por parte del banco central y con ello elevar la liquidez de las instituciones bancarias. Esto se lleva a cabo a través de una transferencia de recursos de la hoja de balance del banco central hacia los bancos comerciales. Si el banco central se rehusa a emprender estas políticas (asociado a temores inflacionarios por aumento de liquidez) las tesorerías de los gobiernos pueden intervenir vía la emisión de bonos gubernamentales. Según Thornton (1978), sucedió en el Reino Unido durante varias coyunturas en los albores del desarrollo del sistema financiero: 1793, 1799 y 1811.

La alta liquidez de los bonos gubernamentales y su reducido (o nulo) riesgo permiten a estos instrumentos saldar deudas y el banco central está obligado a redimirlos al final del período. Por consiguiente, desde esta perspectiva se espera que en períodos de baja liquidez se desplieguen operaciones de redescuento por parte del banco central y se realicen OMA que incrementen la liquidez de los bancos comerciales. Esta relación se resume en la figura 1.

Figura 1

BC: Banco Central; BG: Bonos gubernamentales

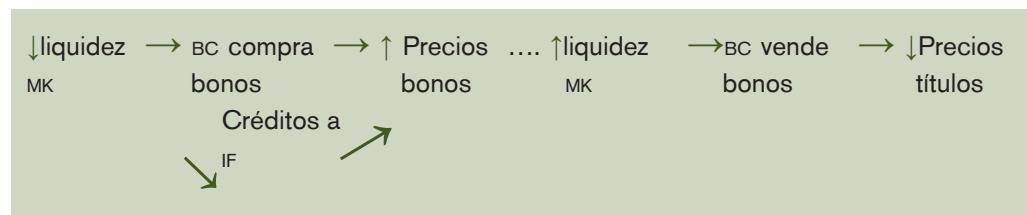


La intervención del banco central o del departamento del tesoro en el mercado de capitales es más complicada y no es directa. Primero, el banco central sólo puede proveer indirectamente liquidez al mercado de títulos vía créditos a los correderos (*brokers*) o a través de facilidades de sobregiro (*overdraft*) y mediante dinero de muy corto plazo (*call money*). Segundo, los agentes del mercado de títulos actúan en “manada” (Keynes, 1936, capítulo XII) volviendo más extremo el movimiento de precios, especialmente cuando el mercado financiero está dominado por inversionistas institucionales. Tercero, si los bancos centrales proveen liquidez al mercado de capitales mediante la compra de títulos en dicho mercado, pueden encontrarse en una situación de control de importantes sectores de la economía (por ejemplo, durante la crisis del Sudeste asiático quedaron bajo control del banco central de Hong Kong importantes sectores de la economía) o pueden avalar movimientos especulativos que generalmente preceden a las crisis financieras.

La propuesta de Toporowski y Harcourt (2002) para la estabilización del mercado de capitales se realiza a través de la venta y compra de bonos públicos de largo plazo del banco central (*Consols*), cuyo comportamiento debe ser contracíclico: en períodos de alta liquidez se emiten bonos que se canalizan a tenedores de títulos para retirar el exceso de flujos netos del mercado, mientras que en períodos de baja liquidez (caídas en el crecimiento económico o recesiones) el banco central debe comprar dichos títulos para introducir liquidez en el mercado y evitar la deflación. Estas operaciones afectan las hojas de balance de los inversionistas, de los bancos comerciales y del banco central (véase la figura 2).

Figura 2

MK: Mercado de capitales; BC: Banco Central; IF: Intermediarios financieros



En los países emergentes se presentan varios problemas con esta propuesta. La política monetaria del banco central impide aumentar liquidez en períodos de restricción al estar relacionada con el movimiento de capital externo. Se genera un aumento de la demanda de moneda extranjera y no existen títulos de deuda pública (gubernamentales o del banco central) que puedan detener la salida de capital externo. Por tanto, la venta masiva de títulos por parte de agentes institucionales nacionales y externos no puede ser neutralizada mediante ventas de bonos al banco central.

Por consiguiente, en períodos de recesión el aumento de la tasa de interés no impide la salida de capitales, profundizándose el *crac* bursátil. Ros, refiriéndose a la crisis de los ochenta de México, señaló que los capitales no podían ser atraídos a ningún precio (referido en Hawkins 2003). Dow (1999) plantea que en países emergentes el aumento de la demanda de dinero en moneda extranjera no sólo se realiza por parte de los inversionistas institucionales externos que buscan redimir sus títulos, sino que también se realiza por agentes nacionales, incluido el gobierno, que demandan moneda extranjera para reducir las pérdidas por la devaluación o para inhibir incrementos en el costo de los compromisos financieros pendientes. Por tanto en países emergentes ni los gobiernos ni las autoridades tienen posibilidad alguna de detener la caída de los precios del mercado de capitales.

Desregulación y globalización en México. La política monetaria

El proceso de desregulación y globalización en América Latina ha tenido tres fases muy claras: *a)* entre los años setenta y los ochenta del siglo pasado, iniciando en México a fines de los setenta y caracterizada por la crisis de la deuda externa (1982) que dio lugar a un período de restricción de capitales externos para el conjunto de la región que se conoció con el nombre “ajustes externos”; *b)* en la primera mitad de los noventa y cuando se presenta una apertura del mercado de capitales y la entrada de enormes volúmenes de capital externo hacia los países de la región atraídos fundamentalmente por bonos gubernamentales canalizados hacia los inversionistas institucionales externos mediante inversiones de cartera de corto plazo. El principal objetivo de la política monetaria del período fue estabilizar la inflación vía el anclaje del tipo de cambio, independientemente de las necesidades de financiamiento gubernamental o de la liquidez del mercado financiero. Este lapso se conoció como la etapa de “ajuste fiscal” y finalizó de manera abrupta en 1994 a consecuencia de la devaluación del peso mexicano, que tuvo fuertes efectos de contagio en el mercado financiero internacional, particularmente en América Latina (*Efecto Tequila*), y *c)* el “ajuste comercial externo” que compartió con el anterior el objetivo de atraer capital externo para estabilizar el tipo de cambio, aunque con una composición modificada de capital externo. Se redujo la participación de las inversiones de cartera, aumentó el ingreso por concepto de exportaciones y se desplegaron políticas tendientes a atraer inversión extranjera directa (IED), aumentando la presión para realizar reformas estructurales (por ejemplo venta de activos de Pemex y compañías de electricidad).

Ajuste externo: inflación y déficit fiscal³

El principal objetivo de las políticas emprendidas durante el período de “ajuste externo” consistió en equilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual se logró vía constantes devaluaciones, esto es, operando el tipo de cambio como la variable “equilibradora” en combinación con altas tasas de interés, bajos salarios y recortes del gasto

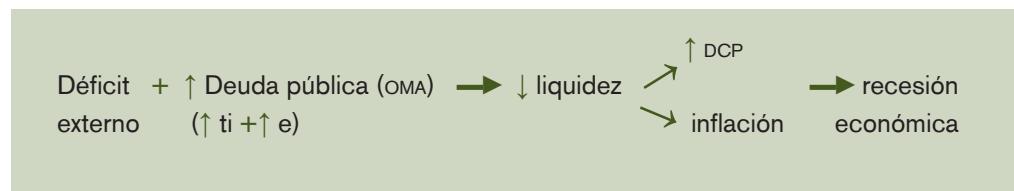
3. Un análisis sobre las características dominantes de la región latinoamericana se encuentra en Souza Braga *et al.* (1995) donde se presenta un recuento interesante de las características principales de la economía de la región.

público. En esos años también se desreguló el sector bancario lo que modificó las fuentes de financiamiento gubernamental al desplazar los créditos bancarios por la emisión de deuda gubernamental vía OMA, que dio inicio a la liberalización de la tasa de interés de la interferencia gubernamental.

El resultado de estas políticas fue una recesión generalizada (situación que también compartieron los países restantes de la región excepto de Colombia) conocida como la “década perdida” en términos de crecimiento económico. Las constantes devaluaciones provocaron un acelerado proceso inflacionario (aumentaron los costos de las importaciones que incluyeron bienes de consumo, explicado por la apertura comercial) y un incremento del déficit fiscal inducido por el rubro de intereses. Los bonos gubernamentales aumentaron el ahorro financiero con tasas de interés crecientes (véase la figura 3).

FIGURA 3

DCP: déficit cuenta pública;
 t_i : tasa de interés; e : tipo de cambio; la dirección ascendente significa devaluación.



El déficit externo generalizado, a partir de la crisis de 1982 con restricción de capital externo dio lugar a la puesta en práctica de políticas monetarias restrictivas que incrementaron las tasas de interés e indujeron un tipo de cambio subvaluado (por las constantes devaluaciones). Aumentó la emisión de bonos gubernamentales (acompañado del encaje legal) en manos de agentes no creadores de liquidez (no se destinó a la banca comercial) como alternativa para canalizar ahorro de los agentes nacionales hacia el sector financiero y neutralizar la salida de capitales. Ello redujo la liquidez de la economía a fin de pagar los compromisos pendientes de la deuda externa y reducir las importaciones. El efecto de estas políticas fue un proceso generalizado de inflación y déficit de la cuenta pública, lo cual derivó en un estancamiento económico.

Ajuste fiscal: déficit externo y actividad especulativa

El principal objetivo fue controlar la inflación para lo cual se requería modificar las expectativas de los agentes (Aspe, 1993). La tasa de interés alta fue sustituida por la estabilidad del tipo de cambio cuyo objetivo era convertirse en el “ancla” de los precios, adquiriendo la tasa de interés el papel de variable “equilibradora”. Una particularidad de esos años fue la abundancia de capitales externos atraídos por la apertura de los mercados de capitales.⁴ Los títulos gubernamentales –OMA– desempeñaron un papel central en la atracción de capitales externos.

La emisión de títulos gubernamentales fue canalizada hacia inversionistas institucionales externos que ingresaron flujos financieros a la economía bajo la forma de inversiones

4. Los flujos de capital hacia América Latina no tuvieron restricción alguna con excepción de Chile donde impusieron un impuesto sobre capital, similar al impuesto de Tobin, que impone penalidades a flujos externos que permanecen en el sistema financiero por lapsos menores a un año.

de cartera de corto plazo. Ello incrementó la base monetaria y la emisión de créditos bancarios. Por consiguiente, el efecto de las OMA fue un aumento de la liquidez interna, activando el crecimiento económico en períodos de fuertes influjos de capital. Por su parte el mercado de capitales experimentó un proceso inflacionario debido a la entrada de capitales.

A diferencia de la propuesta de Toporowski y Harcourt no se desplegaron políticas contracíclicas para reducir la liquidez del mercado de capitales, aunque se emprendieron políticas de esterilización (depósitos de bonos gubernamentales en el banco central) con altos costos fiscales.

La apertura del mercado de capitales se concibió como una fuente adicional de financiamiento para la inversión productiva y una vía para reforzar el control de los precios. Este proceso debía tener la siguiente secuencia: los precios del sector real debían igualarse a los precios internacionales (socios comerciales) que se logró mediante la apertura comercial; el crecimiento económico sería financiado por el ahorro externo a través de inversiones de cartera de corto plazo (atraídos por bonos gubernamentales). Esto debería estar acompañado de un proceso inflacionario en el mercado financiero, volviendo atractivas las inversiones en moneda nacional en el mercado de capitales. Ello refuerza la política antiinflacionaria vía la sobrevaluación de la moneda generada por la entrada de capitales. A su vez, las privatizaciones de las grandes empresas estatales deberían dinamizar el mercado de capital (aumento de la oferta de activos en el mercado de capitales en moneda nacional), proceso que sería apoyado por las reformas estructurales (venta de pasivos nacionales a los agentes externos) que atraería grandes montos de inversión extranjera directa. Esta última, a su vez, beneficiaría a las empresas productivas con la incorporación de avances tecnológicos con el beneficio adicional de reducir el déficit de la balanza comercial con el resto del mundo. Asimismo, la entrada de capital debería reducir la tasa de interés nacional hasta igualarse con la tasa de interés internacional. Este conjunto de elementos debería incrementar la inversión fija, aumentar la productividad nacional y evitar desequilibrios externos.

Durante esos años se controló la inflación del sector productivo induciendo un proceso de precios crecientes en el sector financiero. Empero, los flujos de capital externo se canalizaron al financiamiento del consumo que provocó crecientes desequilibrios en la balanza comercial resultantes de la sobrevaluación del tipo de cambio. Moreno (2002) señala que a raíz de la apertura comercial se incrementó la elasticidad importaciones-ingreso y se volvió más inflexible la elasticidad importaciones-precios. Adicionalmente el incremento de los precios del mercado de capitales fue provocado en el mercado secundario, sin lograr que esta nueva fuente de financiamiento canalizara recursos frescos al gasto de la inversión (Girón-Levy, 2001).

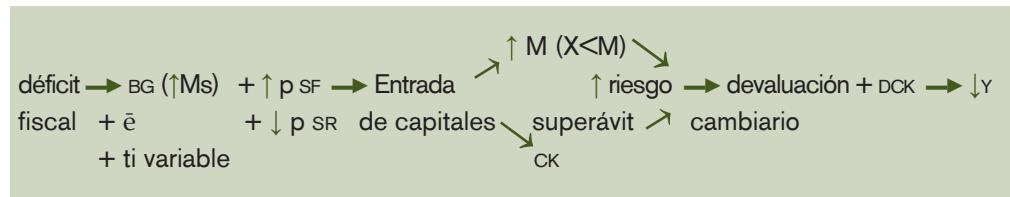
Este proceso inevitablemente condujo a una crisis financiera debido a que el tipo de cambio alcanzó sus fundamentos económicos.⁵ Ello aumentó el riesgo cambiario ante lo cual los flujos de capital externo revirtieron su dirección, devaluándose la moneda en

5. Dow y Saville (1990, capítulo 5) señalan que cuando el tipo de cambio se encuentra muy alejado de los valores que lo equilibrarán entran en operación los fundamentos económicos (exportaciones e importaciones) y el mecanismo de precios ajusta los desequilibrios.

diciembre de 1994. Ello fue seguido por un fuerte déficit en la cuenta de capital y una recesión económica. Las políticas monetarias recesivas que incrementaron las tasas de interés no revirtieron la salida de capitales (véase la figura 4).

FIGURA 4

BG: bonos gubernamentales;
Ms: oferta monetaria; *p*: variación de precios; *ē*: tipo de cambio fijo; *ti*: tasa de interés;
SR: sector real; *SF*: sector financiero; *M*: importaciones; *x*: exportaciones; *CK*: cuenta de capitales; *D*: déficit, *Y*: ingreso



En ese período las OMA dominaron la política monetaria con el objetivo de atraer flujos de capital externo. Éstos, empero, estuvieron por encima de la capacidad de absorción de la economía (Studart, 2002) e indujeron crecientes déficit en la cuenta corriente externa. La abrupta salida de capitales de la economía mexicana dio lugar al *Efecto Tequila* que aumentó la demanda de moneda extranjera en América Latina, desestabilizando los mercados financieros de la región, particularmente el mexicano.

Ajuste comercial externo: IED y mayor actividad de exportación

Este período compartió con el anterior la importancia de la estabilidad del tipo de cambio con dos diferencias notables. Primero, cambió la composición de flujos externos y, segundo, se desarrollaron políticas monetarias restrictivas de corto plazo para reducir la liquidez al detectarse caídas en los flujos de capital externo, asumiendo una importante función los inversionistas institucionales asentados en México (por ejemplo, fondos de pensiones).

Respecto al primer punto destaca la importancia de la IED, la cual se acompañó de reformas estructurales que atrajeron cuantiosos volúmenes de recursos externos por la venta de activos nacionales a agentes externos (por ejemplo, el sector bancario) sin ningún impacto en el gasto de la inversión. Este tipo de operaciones si bien generó un flujo de capitales, aunque por una sola vez, posteriormente presionó el déficit en la cuenta de capitales (por repatriación de utilidades), reduciendo el *stock* de riqueza de los agentes nacionales (privados o gubernamentales). En el corto plazo no se modificó la dependencia productiva de las importaciones ni aumentaron las exportaciones pues los flujos externos se canalizaron al financiamiento del déficit de cuenta corriente externa.

Otro elemento relevante fue la proliferación de acuerdos comerciales (el más relevante fue el TLCAN) para aumentar los flujos externos por exportaciones. El TLCAN engarzó a la economía mexicana a la estadounidense con la desventaja de que México no puede desplegar políticas contracíclicas para estabilizar la demanda interna, lo cual refleja la asimetría de ambos países.

La política monetaria en este período no se modificó, aunque el banco central renunció a utilizar instrumentos de mercado tendientes a atraer inversión de cartera externa. Por consiguiente, las reducciones de los flujos externos o aumentos acelerados en las importaciones, provocaron la instrumentación de políticas monetarias restrictivas, también

vía OMA, que limitan la liquidez y reducen el ingreso. Nuevamente, la política monetaria se vuelve procíclica. Cuando aumenta la entrada de capitales y no hay evidencias de aumentos en el déficit de la cuenta corriente, aumenta la liquidez y prosigue el crecimiento económico. La particularidad de este período es que se emiten bonos de regulación monetaria que se activan cuando se prevé restricción de la liquidez externa, desplazándose las políticas de esterilización.

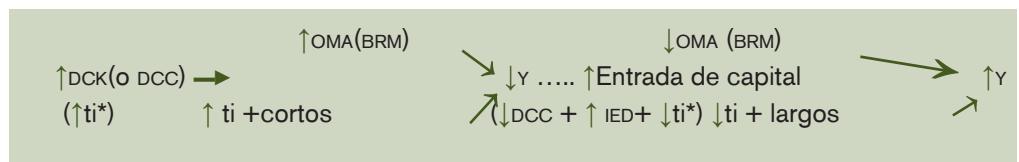
Inicialmente los bonos de regulación monetaria fueron emitidos por el gobierno federal y, posteriormente, por el banco central (los Brems surgen en el 2000). La diferencia entre los bonos emitidos por el gobierno federal y el banco central es que estos últimos no afectan la deuda gubernamental, desligándose ésta de la emisión de deuda con fines regulatorios, pasando el cargo al banco central.

Medidas adicionales para controlar liquidez se refieren a la manipulación indirecta de la tasa de interés de corto plazo, vía la imposición del régimen de saldos acumulados⁶ y política de "cortos".⁷

El aumento de la liquidez en la economía no se produjo a través del sector bancario, en tanto el crédito bancario se redujo en términos absolutos (activándose el crédito al consumo en ciertos períodos –particularmente al sector automotriz– y desde fines de 2003 se promueve el financiamiento a la vivienda). El crecimiento económico entre 1997 y 2000 se financió fundamentalmente por el mercado internacional, mediante créditos de bancos internacionales, bonos emitidos en el mercado externo y préstamos de proveedores. Por consiguiente, las OMA se orientaron a reducir la liquidez como repuesta al descenso del flujo de capitales externos.

Figura 5

DCK: déficit de la cuenta de capitales; DCC: déficit de la cuenta corriente; BRM: bonos de regulación monetaria; t^ : tasa de interés internacional; t_i : tasa de interés nacional; IED: inversión extranjera directa, Y : ingreso*



6. El régimen de saldos acumulados promovió un nuevo esquema de encaje promedio cero. De acuerdo a esta regla, cada 28 días naturales los bancos debían mantener un saldo acumulado igual a cero en su cuenta única (cuenta corriente) ante el Banco de México. En caso contrario, el banco central impone penalizaciones dos veces mayor a la tasa de Cetes de 28 días sobre el saldo acumulado negativo. Esta medida permite que las instituciones de banca múltiple puedan sobreregirarse en la cuenta corriente del Banco de México hasta el monto de los títulos bancarios y valores gubernamentales que previamente otorgaron como garantía. Las instituciones de la banca de desarrollo pueden hacer lo propio hasta por 25% del capital neto que se registre en el segundo mes del calendario inmediato anterior a aquél en que se incurra en dichos sobreregiros. Debido a problemas potenciales en el sistema, el Banco de México podrá autorizar ciertos sobreregiros en exceso a lo anteriormente citado, aunque las instituciones deberán pagar intereses en su cuenta única en caso de sobreregiro.

7. El propósito de la política de "corto" es modificar indirectamente las tasas de interés para cumplir con los objetivos de volúmenes determinados en la base monetaria: "el instituto fija o, en su caso, aumenta el objetivo negativo para el saldo consolidado de las cuentas corrientes que lleva a la banca a incrementar temporalmente la tasa de interés de corto plazo, lo cual limita el efecto sobre los precios de las presiones inflacionarias existentes" (Banco de México, *Informe Anual*, 1999)... (el banco central) "induce un sobre-giro de la banca en las cuentas corrientes que les lleva a poner en "corto" al sistema bancario" (*Informe Anual*, 1996).

La figura 5 muestra las interrelaciones del período actual. Desequilibrios en la cuenta de capital activan políticas monetarias restrictivas, fundamentalmente por medio de bonos de regulación monetaria y de aumentos indirectos o directos en la tasa de interés, cuyo objetivo es desincentivar el crecimiento económico (expectativas negativas) que reducen el ingreso y las importaciones. Inversamente, cuando aumenta la entrada de capitales, se despliegan políticas monetarias expansivas, sube la liquidez, mejoran las expectativas y se activa el crecimiento económico. Cabe destacar que políticas monetarias restrictivas en caso de profundizarse el desequilibrio de la cuenta comercial, pueden volverse poco efectivas cuando las perspectivas futuras son buenas. Inversamente, la reducción de importaciones se dificulta después de cierto límite, por la reducida sustitución de importaciones por bienes nacionales.

Operaciones de mercado abierto en el sistema financiero mexicano

En esta parte se analiza el efecto de las OMA en la liquidez de la economía, con particular atención en sus consecuencias sobre el mercado financiero para determinar la efectividad de la política monetaria, especialmente en su función de estabilizador de los flujos financieros.

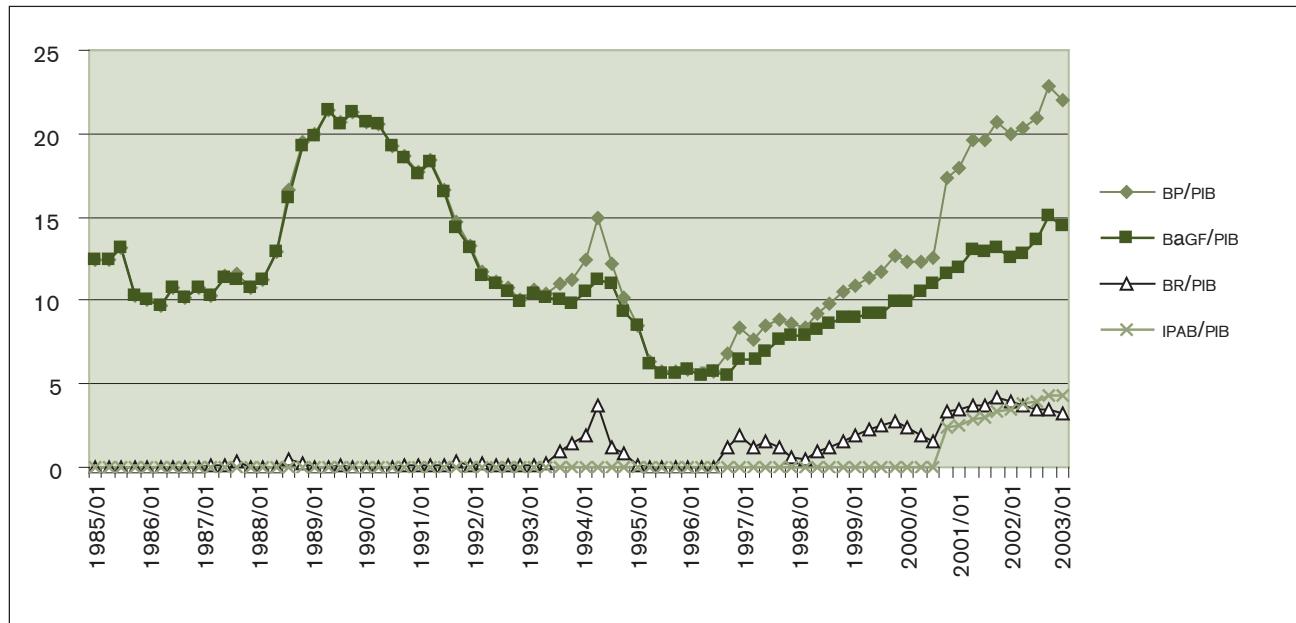
La hipótesis es que los bonos gubernamentales son los principales dinamizadores del mercado financiero y tienen un efecto fundamental en la composición de la cartera de los agentes (Sayers, 1957: capítulo 5) modificando, de esa manera, la posición de liquidez de los agentes económicos, sin garantizar la estabilidad en los recursos financieros, generando frenos y arranques en el crecimiento económico. Por consiguiente, se analiza el comportamiento de los bonos públicos, el monto del importe financiero en el mercado financiero y su composición, determinando los instrumentos que activan dicho mercado, para finalmente examinar el destino de los bonos públicos que indica el impacto sobre la liquidez.

En los ochenta, cuando se modificaron las fuentes de financiamiento del gasto público, los bonos públicos oscilan alrededor de 10% del PIB (véase la gráfica 1). La decisión del gobierno de prescindir de créditos bancarios e incidir sobre la liquidez del mercado y emitir títulos deuda que operan en el mercado de dinero (se sustituyen los bonos de deuda pública) da inicio en 1978, cuando se emiten por primera vez los Certificados de la Tesorería (Cetes).

Entre 1989 y 1990, finalizada la desregulación del sistema bancario, se duplica la participación de la emisión de títulos en el PIB, lo cual no implica restricción de liquidez (como se verá más adelante porque se canalizan al sector bancario). Ello coincide con el cambio de objetivos de política monetaria (control de la inflación) y los mecanismos para lograrlo (se fija el tipo de cambio). Como resultado de la globalización financiera cae la circulación de los bonos gubernamentales, canalizándose su venta a inversionistas institucionales que mantienen la liquidez de la economía. A fines de 1993 el porcentaje de circulación de bonos públicos respecto al PIB se asemeja al de 1985.

Empero, la crisis de 1994 muestra que la creciente liquidez alcanzada entre 1991 y 1993 depende de la entrada de capital externo, altamente volátil e imposible de retener, pese a las crecientes tasas de rendimiento. Los bonos públicos de países emergentes no

Gráfica 1



BP: Bonos Pùblicos en circulaciòn: PIB: producto interno bruto.

BAGF: Bonos a Cargo del Gobierno Federal; BRM; -Bonos de Regulaciòn Monetaria (incluye instrumentos emitidos por el gobierno federal y el Banco de Mèxico)

IPAB: bonos emitidos por el Instituto de Protecciòn al Ahorro Bancario.

actúan como un ancla de valor de su moneda ya que en situaciones de crisis financiera el movimiento de capital externo se vuelve completamente inelástico a los movimientos de la tasa de interés nacional y genera desequilibrio en la balanza de pagos.

La entrada de capitales sobrevaluó la moneda y generó un creciente déficit externo de la cuenta corriente que hasta diciembre de 1994 se financió con superávit de la cuenta de capitales. Posteriormente, se registra una crisis de la balanza de pagos que detiene las importaciones, desatándose la crisis de 1985 que paralizó la actividad económica a fin de equilibrar la balanza de pagos.

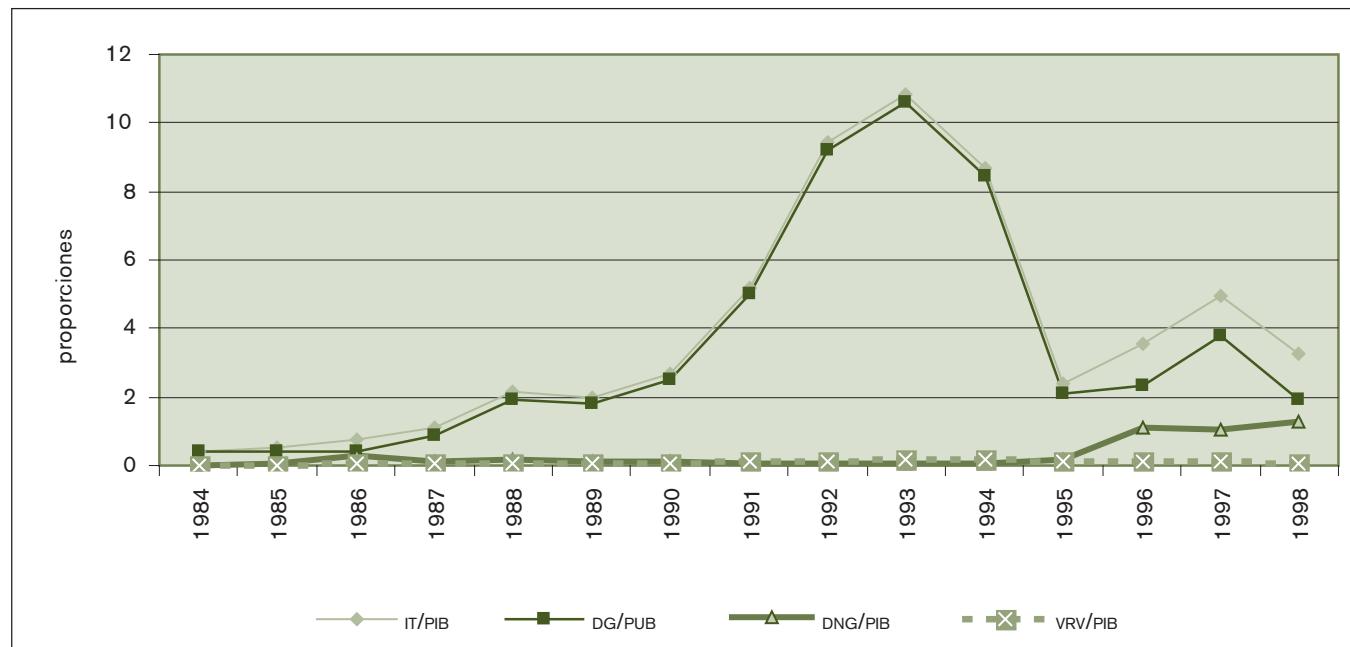
En 1995 (la crisis) hay un incremento de la circulación de los bonos públicos que se explica fundamentalmente por la emisión de bonos de regulación monetaria. Ello implicó una creciente restricción de liquidez que interrumpió el sistema de pagos de la economía, no pudiéndose desplegar una política monetaria contracíclica.

Ante el reconocimiento de la debilidad del sistema financiero frente al movimiento de capital externo, la autoridad monetaria modificó de nueva cuenta su táctica para controlar la inflación. La emisión de bonos públicos se relaciona explícitamente y de manera directa al movimiento de los flujos de capital externo. En todos los períodos que tuvo lugar una reducción de capital externo (1995, 1997/1998 y de 2000 en adelante) se activó la emisión de bonos de regulación monetaria (más adelante se profundiza en este punto). Incluso a partir de 2000 se traspasó la emisión de dichos títulos al banco central (Brem) a fin de que el déficit gubernamental no estuviese relacionado con objetivos de restricción de liquidez.

En resumen, la política monetaria se relaciona con la entrada y salida de capitales que a su vez determina los auges y los descensos de la actividad económica, a partir de lo cual se postula que la política monetaria es procíclica. Un segundo elemento significativo es la relación entre el importe total operado en el mercado de financiero y el producto interno bruto⁸ (véase la gráfica 2). Allí es posible percibir una profundización del sistema financiero. En 1984 el importe total operado en el mercado financiero es menor que el PIB, o sea, no alcanza a cubrir el monto total de la actividad económica. Sólo a partir de 1987 se presenta una relación uno a uno y a partir de dicho año tiene lugar un movimiento ascendente, alcanzando su máximo en 1993 (10.5 veces mayor que el monto total del PIB), el cual, posteriormente, empieza a descender, logrando una proporción de cuatro a uno en 1998.

Gráfica 2

Importe total operado en el mercado financiero



IT: importe total operado en el mercado financiero

PIB: producto interno bruto

DG: deuda gubernamental (largo y corto plazo)

DNG: deuda no gubernamental, incluye títulos privados y de instituciones bancarias, incluye títulos de corto y largo plazo

VRV: valores de renta variable

Todos las series están en millones de pesos, deflactados por el índice nacional de precios de diciembre de 1994

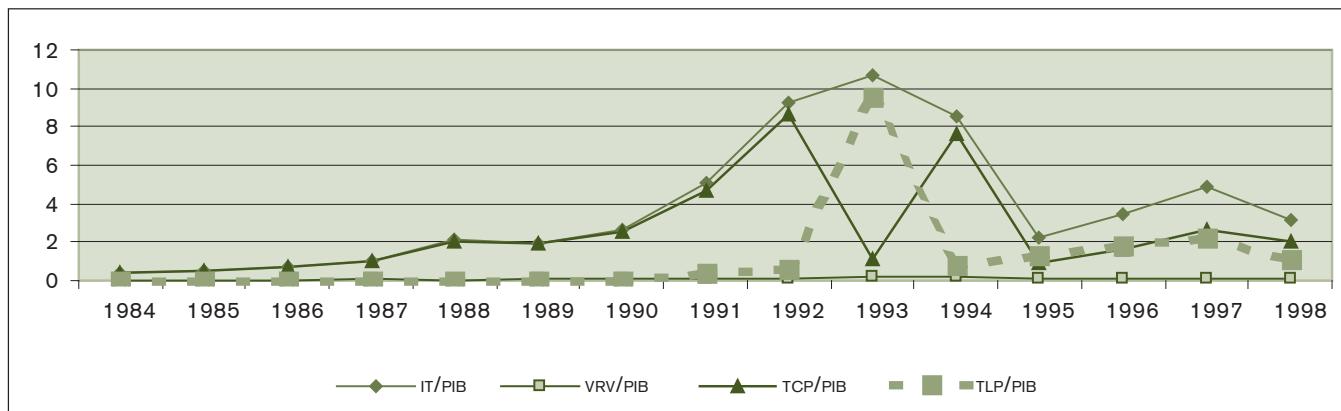
Fuente: elaboración propia con base en información estadística del Banco de México, diversos años.

8. Sólo se dispuso de datos comparables hasta 1998.

Por consiguiente, el mercado financiero fue dinamizado por bonos gubernamentales que explicaron casi 100% del importe total del mercado financiero hasta 1994, no teniendo incidencia relevante los bonos emitidos por los sectores privado no financiero y el bancario. Después de la crisis económica de diciembre de ese año, se verifica un dinamismo de los bonos no gubernamentales frente a los bonos gubernamentales (donde no se incluyen los bonos por regulación monetaria) lo cual implica que la relación está subestimada. Los títulos de renta variable se mantuvieron insignificantes a lo largo de todo el período, reflejando la debilidad del mercado de capitales. La globalización financiera ocurrida en 1990, pese a que duplicó el monto del importe de los títulos de renta variable, se mantuvo reducida, representando una relación de 0.10 a 0.12 respecto al PIB; en el período de mayor profundización la relación global fue de 10 a 1.

Una relación adicional para reforzar la debilidad del mercado de capitales es la composición en plazos del importe total de los títulos de deuda (gubernamentales y no gubernamentales) incluyendo el importe de los títulos de variable (véase la gráfica 2.1). Se reafirma la importancia de los títulos de corto plazo que prácticamente dominaron al mercado financiero a lo largo del período,⁹ aunque después de la crisis los instrumentos de largo plazo mostraron un aumento acelerado, relación también subestimada debido a la exclusión de los bonos de regulación.

Gráfica 2.1



IT: importe total operado en el mercado financiero

PIB: producto interno bruto

TCP: títulos de corto plazo (incluye gubernamentales y no gubernamentales)

TLP: títulos de largo plazo

VRV: valores de renta variable

Todos las series están en millones de pesos, deflactados por el índice nacional de precios de diciembre de 1994

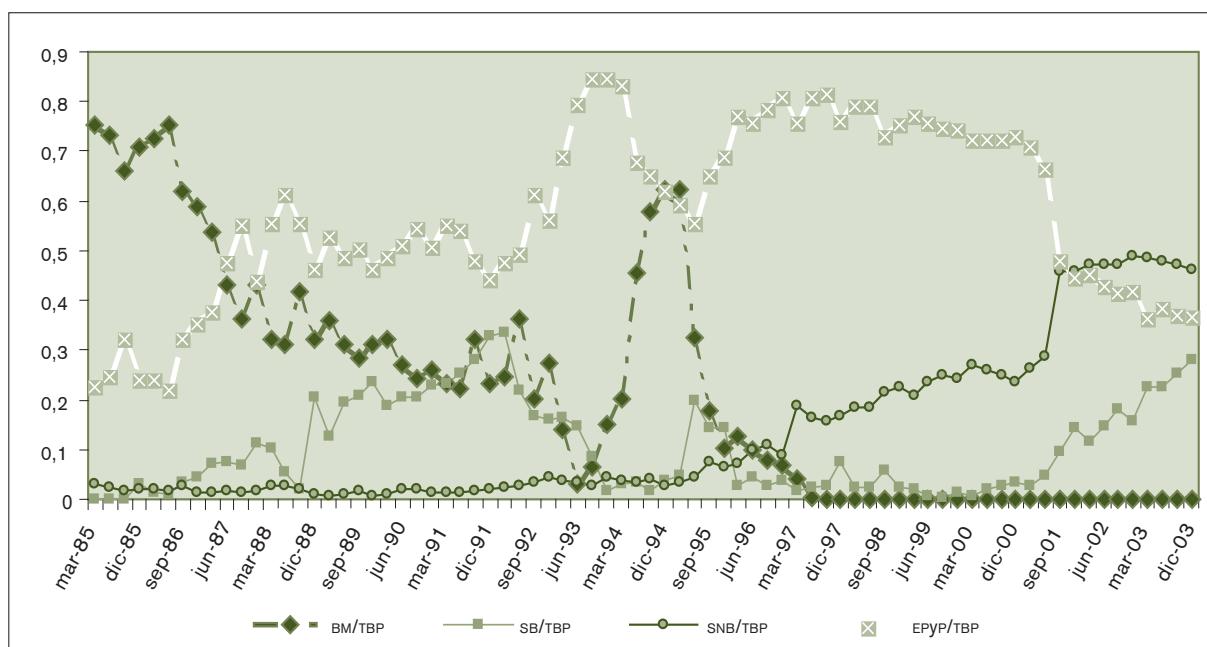
Fuente: elaboración propia con base en información estadística del Banco de México, diversos años.

9. El brusco movimiento entre 1992 y 1993 se debe a variaciones de bonos gubernamentales de corto y largo plazos. Se registró un cambio drástico en los Bondes (bonos de desarrollo, clasificados como bonos de largo plazo) que en 1992 ascendieron a 241 891 millones de pesos incrementándose a 12 132 324 millones de pesos el siguiente año; también hubo una variación en los Cetes (bonos de corto plazo) que descendieron de 10 172 951 a 1 432 428 millones de pesos entre 1992 y 1993.

Por consiguiente, la emisión de títulos gubernamentales imprimió dinamismo al mercado financiero, particularmente al segmento de corto plazo, mejor conocido como mercado de dinero; el mercado de capitales se mantuvo débil y superficial sin modificarse de manera sustancial la situación debido a la exclusión de los bonos de regulación monetaria en los bonos gubernamentales y de corto plazo.

Finalmente, se analiza el destino de la emisión de títulos públicos (incluyendo los bonos de regulación monetaria, emitidos por el gobierno federal y el banco central y por el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario, IPAB) que muestra el efecto de los bonos gubernamentales sobre la liquidez de la economía. La gráfica 3 revela un gran movimiento a lo largo del período en los tenedores de bonos.

Gráfica 3



TBP: total Bonos Público. Incluye bonos del gobierno federal (con bonos con propósitos de regulación monetaria), Brems e IPAB; BM: Incluye tenencia de bonos públicos más reportos en Banco de México

SB: incluye tenencia de bonos gubernamentales por la banca de desarrollo y la comercial; tenencia de bonos IPAB y Brems

SNB: incluye tenencia de bonos del gobierno federal por el sector público, sector financiero no bancario, Siefores y tenencia de Brems por parte de estos sectores

EPYP: tenencia de bonos gubernamentales por parte de empresas privadas y particulares.

En el período de ajuste externo, el banco central retenía una proporción significativa de bonos gubernamentales, lo cual implica que estos tuvieron un propósito restrictivo. Debe señalarse que dicha proporción tuvo una relación descendente ganando participación la tenencia de bonos gubernamentales por parte de las empresas privadas y particulares, los cuales cumplen también una función de restricción monetaria en tanto reducen los depósitos del sector bancario.

En el siguiente período (ajuste fiscal) se estabiliza la tenencia de bonos gubernamentales por parte de las empresas privadas y particulares, incrementando los retenidos por el sector bancario. Particularmente entre 1989 y 1991 destaca un crecimiento acelerado por parte de este sector, lo cual refleja una política monetaria expansiva, en tanto la banca comercial puede crear créditos con base en dichos títulos. A partir de fines de 1991 se observa un aumento en la tenencia de bonos por parte del sector de las empresas privadas y particulares, lo cual, empero, no implicó un cambio de la política monetaria, ya que gran parte de los bonos se canalizaron a agentes financieros externos, lo que significó un aumento de liquidez porque al convertirse los flujos externos en internos se amplió la base monetaria que dio lugar a un aumento de la masa monetaria, manteniéndose la política monetaria expansiva. De hecho, entre 1990 y 1994 tiene lugar un aumento de los créditos bancarios, avalados por una mayor base monetaria por parte del Banco de México (aunque debe resaltarse que en esos años se estableció una política de esterilización que contrarrestara parcialmente el aumento de la base monetaria).

La crisis detonada por la devaluación del peso mexicano en diciembre en 1994 impactó de nueva cuenta la composición de la tenencia de los bonos gubernamentales. Aumentó la tenencia de bonos públicos por parte del banco central, lo cual reflejó una política de restricción de liquidez, no existiendo ningún instrumento de deuda gubernamental capaz de revertir el movimiento de capitales, pese a que las tasas de interés fueron cercanas a 100%. La devaluación de 1994 mostró que los títulos gubernamentales no son eficientes como guarda valor porque no pueden impedir la devaluación de la moneda.

Pasada la emergencia de la crisis e iniciada la recuperación económica, en 1996 la composición de la tenencia de los bonos públicos se vuelve a reacomodar. Aumenta la tenencia de bonos públicos por parte del sector NO bancario (incluye los bonos gubernamentales retenidos por el sector público, el sector financiero no bancario y las Siefores y los Brems retenidos por todos esos sectores) canalizados preponderantemente a los agentes nacionales. Ello indica que no se desplegó una política monetaria expansiva, en tanto todos los sectores mencionados retiran dinero del sector bancario que reduce la posibilidad de emisión crediticia. Uno de los agentes responsables del incremento de la tenencia de bonos de este sector fueron las Siefores (inversionistas institucionales de fondos de pensiones) que canalizaron la mayor parte de sus inversiones a la compra de Cetes de 28 días (Rubalcaba y Gutiérrez, 2000).

La creciente liquidez requerida para el crecimiento económico que tuvo lugar de 1997 a 2000 provino de flujos externos obtenidos por crecientes montos de exportaciones e IED (que a su vez aumentaron la base monetaria). Destaca que en esos años la banca comercial prácticamente no otorgó créditos al sector productivo. Otro elemento relevante del período que se profundizó a raíz del estancamiento económico iniciado en 2001 fue la emisión de bonos de regulación monetaria, como se comentó anteriormente.

De hecho, los bonos de regulación monetaria tienen tres períodos donde incrementan su participación. A lo largo de 1994, especialmente en el último trimestre, llegaron a representar 25% del total de bonos públicos emitidos y 4% del PIB (véase la gráfica 1). Durante las turbulencias financieras internacionales de 1997 y 1998 (entre el segundo trimestre de 1997 y el segundo trimestre de 1998) los bonos de regulación monetaria aún emitidos por el gobierno federal representaron 18% del total de bonos públicos, acelerán-

Bibliografía

- Aglietta, Michael, "Systemic Risk, Financial Innovation and Financial Safety Net" en G. Deleplace y E. J. Nell, *Money in Motion: The post-keynesian and circulation approaches*, The Jerome Levy Institute, Estados Unidos, 1996.
- Aspe, Pedro, *El camino mexicano en la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1993.
- Banco de México, Indicadores económicos (varios años)
- Chick, Victoria, "The evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy" en *Money Method and Keynes. Selected essays in honour of Victoria Chick*, Arestis y Dow (ed.), St. Martin Press, Estados Unidos, 1992.
- Dow y Saville, *A Critique of Monetary Policy. Theory and British*, Clarendon Press, Estados Unidos, 1990.
- Dow, S., "International liquidity preference and endogenous credit" en J. Deprez y T. Harvey (eds.), *Foundations of international economics. Postkeynesian perspectives*, Routledge, Canadá y Estados Unidos, 1999.
- Eatwell, J. y L. Taylor, *Global Finance at Risk. The case for International Regulation*, The New Press, Estados Unidos, 2000.
- Fanelli, José María, Robert Frenkel y Guillermo Rozenwurcel, *Growth and structural reform in Latin America. Where we stand*, Documento CEDES/57, Argentina, 1990.
- Girón, A. y N. Levy, "El sector financiero mexicano en los noventa. De la desregulación y globalización a la fragilidad financiera". Trabajo presentado en CEPAL, Santiago, Chile, diciembre de 2001.
- Hawkins P., *The open economies and its financial constraints*, Edward Elgar, Reino Unido, 2003.
- Kamin, S., P. Turner y J. Van't Dack, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economics" *Policy Paper* núm. 3, Bank of International Settlement, 1998.
- Keynes, J. M., *La teoría general de la ocupación, el interés, y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, México, 1986.

dose nuevamente la emisión de dichos bonos desde diciembre de 1999 debido al rápido crecimiento del déficit de la balanza comercial inducido por el crecimiento económico. Los bonos de regulación monetaria reaparecen en el primer trimestre de 2001 debido a la reducción de los influjos financieros externos. Estos bonos, en conjunto con los emitidos por el IPAB, entre 2001 y 2003 ascendieron casi a la tercera parte del total de bonos públicos emitidos. La particularidad de este último período fue la reducida tasa de interés. Empero, ello no implica una reducción del monto de la deuda pública por los crecientes costos de los rescates financieros (por ejemplo bancarios, carreteros, etcétera). Incluso la creciente tenencia de bonos públicos por parte de los bancos comerciales (véase la gráfica 3) desde 2001 se explica con base en la emisión de los bonos de regulación monetaria. Entre septiembre de 2001 y diciembre de 2003 estos bonos representaron 60% de la tenencia de los bonos bancarios. Debe resaltarse que aunque la banca mantuvo su restricción crediticia al sector productivo nacional, incrementó los créditos al sector consumo y a la vivienda.

Por consiguiente, el planteamiento de Toporowski y Harcourt (2002) para la estabilización del mercado de capitales no puede desplegarse en México por la debilidad de este mercado, lo cual se explica por la inestabilidad del valor del dinero (no tienen ningún ancla) que impide garantizar la liquidez del mercado de capitales, generándose fuertes procesos inflacionarios relacionados con el movimiento del capital externo seguidos por deflación.

Conclusiones

En este trabajo se pasó revista a la operación de las políticas monetarias contracíclicas, mostrando que en países con mercados financieros desarrollados (robustos y profundos), particularmente en el segmento del mercado de capitales y con alta elasticidad en la relación capital externo-tasas de interés, es posible establecer políticas monetarias destinadas a proveer liquidez en los períodos de escasez de circulante y viceversa. Ello conduce a autores como Toporowski y Harcourt (2002) a proponer políticas monetarias contracíclicas con base en bonos de largo plazo emitidos por el banco central para estabilizar el mercado de capitales.

Pese a que la globalización financiera resta poder a los instrumentos de la política monetaria para estabilizar la liquidez de la economía, las economías desarrolladas pueden desplegar políticas contracíclicas en situación de restricción de liquidez. La gran diferencia de las economías desarrolladas es que están en condiciones de garantizar la liquidez de los mercados de capitales mediante la fortaleza de sus monedas, cuya ancla es la confiabilidad de los bonos públicos (el caso típico son los bonos del tesoro de Estados Unidos que reducen su precios cuando caen los precios de las acciones, o sea, aumenta la tasa de interés) que neutralizan la salida de capitales o, incluso, atraen capital externo.

- Moreno-Brid, J. C., "Liberalización comercial y la demanda de importaciones en México", *Investigación Económica*, vol. LXII, núm. 240, abril de 2002.
- Padoa-Schioppa, T., "Adapting Central Banking to a Changing Environment", *FMI paper*, Washington, 1994.
- Souza Braga, J. A., Ma. Macedo Cintra y S. Dain, "Financing the public sector in Latin América", documento de trabajo, 1995.
- Studart, R., "Integración financiera, inestabilidad y desempeño macroeconómico en los noventa: posibles conexiones perversas" en G. Mántey y N. Levy (comp.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Porrúa-UNAM, México, 2002.
- Sayers, R. S., *Central banking after Bagehot*, Clarendon Press, Oxford, 1957.
- Rubalcaba y Gutiérrez, "Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México", Serie *Financiamiento de Desarrollo*, CEPAL, julio de 2000.
- Toporowski, J., *The end of finance. Capital market inflation, financial derivates and pension fund capitalism*, Routledge Frontiers on Political Economy, Reino Unido, 2000.
- Toporowski y Harcourt, "The lender of last resort and capital market instability", Conferencia ASSA, Washington, enero de 2000.
- Williamson, J., "Development of the Financial System in Post Crisis Asia", *Asian Development Bank Institute*, Japón, 2000.

En el caso de México los bonos gubernamentales jugaron ese papel por un reducido período, específicamente cuando los flujos de capital ingresaron en grandes volúmenes al mercado financiero nacional. Contrario a lo que plantean Toporowski y Harcourt (2002), el gobierno emitió bonos, incluso, especiales, para garantizar el infljo de capitales (Tesobonos). Ello generó un comportamiento del mercado de capitales acorde con los países desarrollados, con la gran diferencia de que la oferta de acciones fue reducida, el movimiento de títulos tuvo lugar preponderantemente en el mercado secundario y los papeles gubernamentales no actuaron como ancla del valor de la moneda nacional cuando se revirtió la dirección de los flujos monetarios internacionales.

En estas condiciones se argumenta que las operaciones de mercado abierto no permiten establecer políticas contracíclicas. Por tanto las políticas monetarias basadas en instrumentos de mercado no son eficientes en mercados financieros cuyo segmento de capital es estructuralmente débil y el valor de su moneda depende de la disponibilidad de la moneda internacional.

La crisis económica de 1994 en México mostró que las operaciones de mercado abierto destinadas a incrementar liquidez con base en flujos financieros internacionales de corto plazo no son eficientes en el entorno de países emergentes al sobrevalorar la moneda nacional con el consecuente desequilibrio en la balanza comercial.

La gran lección de la crisis mexicana es que las operaciones de mercado abierto no pueden reaccionar a los desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza de pagos, emitiéndose bonos de regulación monetaria retenidos fundamentalmente por los sectores bancario y no bancario –excluyendo las empresas privadas y particulares, o sea, aumenta la tenencia de las instituciones financieras no bancarias– donde se incluyen las Siefes. Los desequilibrios de la cuenta externa o la reducción de capital externo debe ser contrarrestada con políticas monetarias restrictivas que mantiene estable el tipo de cambio, mecanismo central de la transmisión de inflación