

## **Capítulo sexto**

# **IMPLANTACIÓN DE LA LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES DE MÉXICO**

### **I. INTRODUCCIÓN**

**E**n éste capítulo se identifican los objetivos y políticas de la liberalización y la desregulación financieras instituidas en México durante 1988-1994. Sobre esta experiencia se examinan los objetivos de la desregulación financiera, que indican lo que esperan las autoridades mexicanas en el marco de su nueva concepción del Estado menos interventor en el sector financiero y a su vez la ampliación del espacio y la participación de la iniciativa privada en dicho sector, instrumentada contradictoriamente desde 1982 y especialmente en 1988, cuando el espacio público había recuperado para sí la banca comercial y tenía por ende la oportunidad de consolidar el ahorro y la inversión como procesos sociales definitorios del desarrollo nacional. Se da cuenta de los múltiples cambios que se crearon, dando énfasis a las reformas financieras emprendidas en torno al mercado de valores, objeto de estudio de este trabajo.

### **II. LOS PROCESOS DE DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO**

En México se adoptaron abiertamente los planteamientos teóricos de la liberalización financiera, principalmente a partir de 1988. Se adoptaron políticas de

liberalización y desregulación financiera encaminadas a privilegiar los mercados aduciendo una profunda decepción de la intervención estatal en las actividades financieras nacionales. Al sector financiero se le identifica como descapitalizado, técnicamente insolvente e ineficiente en la asignación de recursos. Es así que en la década de 1980, siguiendo las tendencias mundiales, en México también se comenzaron a plantear "las nuevas reglas del juego"<sup>1</sup> esto es, un proceso de reconfiguración regulatoria (cambios a toda la ley económica y financiera mexicana).

En ese contexto, la desregulación financiera en México fue concebida como el *pro quid* de la eficiencia financiera, al eliminar la normatividad que distorsionaba a los mercados financieros. En relación con el Mercado de Valores se concibió a la desregulación financiera como el mecanismo necesario para promover su desarrollo y proveer los fundamentos para convertirlo en el pilar del despegue al desarrollo por el financiamiento a largo plazo que este mercado puede proveer a la inversión productiva. Es decir, en México se adoptó el liberalismo financiero, concretado a partir de profundas y aceleradas modificaciones a toda la ley financiera.

#### **A. OBJETIVOS E IMPORTANCIA DE LA LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO**

La importancia del Sistema Financiero (SF) para impulsar el desarrollo y el crecimiento internos se resaltó en el capítulo cuarto de este trabajo. Afín con dichos principios, el punto de vista oficial resaltaba algunos factores que minimizaban su importancia en México. Este es el caso de la existencia de un sistema financiero sobre regulado, *i.e.* inmerso en una red legal obsoleta que le puede impedir un accionar más dinámico en un ambiente más competitivo para el cumplimiento de sus objetivos. Se resaltaban también los rápidos cambios que se sucedieron en las finanzas internacionales, y la escasez de recursos internos. Por lo que el gobierno mexicano emprendió aceleradas reformas financieras que definen un nuevo papel del SF. Sin embargo, las decisiones públicas de desregulación para modificar al Sistema Financiero Mexicano (SFM) fueron aplicadas sin una adecuada planeación sobre los pasos y tiempos a seguirse. Inicialmente se obtuvieron resultados favorables pero que no pudieron ser sostenidos.

<sup>1</sup> Dimitri Vitas (ed.), *Financial Regulation. Changing the Rules of the Game*, Washington, D.C., The World Bank, 1992.

Tampoco este proceso de desregulación se acompañó de reformas radicales en función de un crecimiento interno equilibrado con alcances sociales. Más bien por corresponder a una estrategia de fe ciega en el mercado, y descontextualizada de la realidad política y económica, la desregulación del SFM resultó ser una estrategia distorsionada, fragmentada y limitada en sus alcances sociales. Con resultados negativos hacia el propio sistema y hacia las conquistas institucionales del pasado. En esta problemática el espacio público del financiamiento del desarrollo y por tanto el papel de la Administración Pública (AP) se desvirtuaron porque su refuncionalización, como mecanismo de apoyo al mercado, simplemente se justificó como consecuencia "natural" de la reforma financiera del Estado.

### **B. OBJETIVOS DE LA DESREGULACIÓN**

El proceso de desregulación financiera planteado por el gobierno mexicano de Carlos Salinas de Gortari (CSG), desde 1988 tuvo como propósito final la transformación del sistema financiero mexicano en un sistema pleno de mercado, como parte de una política económica de una fracción política que aparentemente propugnaba la búsqueda y conformación de una economía más eficiente y competitiva y bien integrada a los mercados financieros internacionales. Inicialmente se externó la preocupación oficial principal consistente en frenar un fuerte mercado informal que amenazaba cada vez más la capacidad regulatoria del banco central.<sup>2</sup> Los esfuerzos iniciales se dirigieron a recuperar esta capacidad reguladora y devolver a la banca su posición competitiva. Así, se asegura que en 1988 gracias a una serie de aceleradas medidas mediante nuevas disposiciones legales, la banca logró recuperar la intermediación del crédito al sector privado, misma que se había desviado al sector informal. Concretamente, una medida importante autorizó a la banca múltiple a suscribir aceptaciones bancarias sin límite de montos.<sup>3</sup>

Una vez atendidos los propósitos iniciales de la desregulación financiera mexicana, en 1989 se llevó a cabo un fuerte proceso de reforma al marco institucional del sistema financiero. La meta era alentar un mejor funcionamiento de los mercados de dinero y capital, induciendo un aumento de su competitividad y

<sup>2</sup> Héctor González Méndez, "Desregulación Financiera en México", *Monetaria*, México, abril-junio, 1993, pp. 201-202.

<sup>3</sup> *Ibid.*, p. 203.

eficiencia, así como promover su integración a los mercados internacionales. El proceso de desregulación se centró en eliminar el cuerpo legal que "atentaba" contra estos objetivos. Este proceso se manifiesta inicialmente con la eliminación gradual de los controles del crédito y de las restricciones impuestas al sector financiero, la desregulación del mercado de valores, creando nuevos intermediarios financieros y promoviendo la innovación financiera y la apertura a la inversión externa de portafolio. Eminentemente, bajo esta perspectiva los objetivos de la desregulación se centraron en promover una nueva forma de financiamiento del desarrollo público y empresarial de México, otrora fuertemente dependientes del endeudamiento externo. Asimismo, mediante la desregulación se inhibe la exclusividad del Estado en los servicios de banca y crédito, proceso que termina con la reprivatización de la banca en 1991-1992.<sup>4</sup> Es decir, se privilegia a las fuerzas del mercado por considerar que ésta es la mejor estrategia a seguir para alentar el proceso ahorro-inversión. En el aspecto de supervisión y control, las autoridades monetarias y los organismos descentralizados respectivos de la administración pública recibieron nuevas capacidades de regulación y sanción y se crearon nuevos sistemas de calificación para el otorgamiento del crédito bajo el esquema de la supervisión prudencial.<sup>5</sup>

En este sentido cabe resaltar que el proceso de la desregulación y las estrategias de articulación financiera con el resto del mundo implicaron no sólo la eliminación de los supuestos excesos de control estatal sobre la intermediación financiera, sino también su re-regulación con el fin de asegurar su sujeción a los mecanismos del mercado; papel para el que también se transformó a las instancias reguladoras del SFM, *i. e.* se les convirtió en promotoras del mercado, matizándolas con la supervisión prudencial. Esta supervisión por parte de los organismos del Estado es meramente de vigilancia del cumplimiento de las nuevas reglas del juego. Acciones que por demás se derivan de los esfuerzos realizados para el gobierno para dar una imagen sana del SFM, y en este caso de la supervisión para atraer la inversión extranjera. Los procesos de desregulación financiera conllevan igualmente simplificaciones administrativas de procedimientos y, ante todo, el ofrecimiento de un escenario de garantías y protección para el inversionista extranjero.

<sup>4</sup> Desde junio de 1991 hasta julio de 1992 se reprivatizaron los bancos comerciales privados nacionalizados en 1982: Catherine Mansell Carstens, *Las Finanzas Populares en México*, México, Milenio/ITAM/CEMLA, 1995, p. 19.

<sup>5</sup> González Méndez, Héctor, *op. cit.*, p. 207.

Así, se estableció un marco favorable para los inversionistas extranjeros. En este sentido se ignoraron otras preocupaciones centrales en los procesos de reconfiguración regulatoria: la atención, por ejemplo, a idear un efectivo mecanismo que asegure la permanencia del capital extranjero captado para lograr enlaces reales entre la inversión extranjera con el sector productivo local.

### **C. FOMENTO AL MERCADO DE VALORES**

Sin considerar las interrelaciones entre las dimensiones políticas y económico-financieras e ignorando los peligros latentes, en el proceso de desregulación y apertura financiera se destacó el objetivo de alentar el desarrollo de un mercado de valores más grande y eficiente con el propósito de no depender exclusivamente del financiamiento bancario para la inversión y el desarrollo nacional, que hasta 1993 era responsable de 75% del crédito en el país.<sup>6</sup> En efecto, en la reforma legal del mercado de valores mexicano se señalaron como objetivos principales: su sano y eficiente funcionamiento, su adecuación a las nuevas condiciones económicas y financieras y su articulación con las funciones del sistema bancario.<sup>7</sup> El fomento al mercado de valores también se derivó de la necesidad imperiosa de alentar el ahorro y la inversión porque sus niveles se diagnosticaron como bajos. Por medio del impulso a otros intermediarios financieros no-bancarios, en este caso la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), se reconoció que existía un gran potencial para el desarrollo de nuevos productos y operaciones.<sup>8</sup>

Bajo estas consideraciones, el proceso emprendido para alentar al Mercado de Valores (MV) centralmente se basó en: 1) eliminar una serie de leyes que inhibían su desarrollo; 2) crear un cuerpo legal que promueva su crecimiento, así como las exigencias de transparencia e información y protección contra el riesgo; 3) promover su crecimiento y eficiencia; 4) fomentar decididamente su

---

<sup>6</sup> Guillermo Ortiz Martínez, *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, México, Fondo de Cultura Económica, 1994, p. 17.

<sup>7</sup> Estos objetivos estuvieron originalmente planteados en la estrategia de modernización financiera del desarrollo 1989-1994. Ver: Poder Ejecutivo Federal, *Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994*, México, 1989.

<sup>8</sup> Estas acciones se derivan de las estrategias y cursos de acción externadas tanto por analistas como funcionarios del sector financiero de México a partir de los lineamientos y objetivos planteados en el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994. Ver por ejemplo Francisco Suárez Dávila, "El Sistema Financiero Frente al Reto Internacional", *El Mercado de Valores*, México, núm. 24, diciembre 15 de 1989.

apertura para acceder, por medio de los valores que ofrece, a la inversión y a fuentes de financiamiento externas y a un financiamiento gubernamental más sano.<sup>9</sup> El fomento al MV de México se centró en la apertura a la inversión externa y en la creación de nuevos instrumentos que se sumen a la intermediación bancaria para apoyar el crecimiento del ahorro y la inversión productiva, previendo una alta participación de los grupos privados como emisores de instrumentos financieros para la captación de la Inversión Extranjera (IE).

El fomento del desarrollo del mercado de valores ocupó un lugar importante en el gobierno mexicano de CSG, ya que con él se veía una conducción más amplia de la política monetaria. Esto es así porque se destacó la necesidad de que el gobierno pudiera recurrir para su financiamiento a los bancos, pero de manera importante también al mercado de valores. Se afirmaba que el gobierno federal podría recurrir al mercado de valores para la emisión de deuda pública, lo que proveería una forma más sana de financiamiento que la emisión de papel moneda u otras formas inflacionarias de financiamiento público. Ciertamente, es un mecanismo que no sólo puede coadyuvar a que el gobierno financie sus proyectos de inversión, sino que también le puede permitir controlar la oferta monetaria de manera más eficiente. Al respecto, cabe destacar que como parte del proceso de desregulación, se eliminó el encaje legal (sistema de control monetario restrictivo) siendo precisamente sustituido con las operaciones de mercado abierto,<sup>10</sup> De ahí que se afirmaba que un gobierno, a través de la emisión de deuda pública (Cetes, bonos gubernamentales, etc.) puede reducir la liquidez excesiva del sistema, o mediante sus operaciones de compra reinyectar los recursos influyendo a la inversa.<sup>11</sup> No obstante, dicha política fue fallida porque el gobierno se endeudó imprudentemente mediante Cetes y Tesobonos.

<sup>9</sup> Este tipo de objetivos concretos en relación con el fomento del MV se plantearon por las mismas autoridades encargadas de su operación y supervisión, a partir también de los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo. En relación por ej. con el reto del desarrollo y la globalización del mercado de valores mexicano, ver en estudios internos de la BMV: "Pautas alternativas para la elaboración de una estrategia para el mercado financiero", BMV, *El Proceso de Globalización en México*, México, 1992, pp. 125-131. Igualmente como veremos más adelante, en relación con este tipo de objetivos a partir 1989 la Ley del Mercado de Valores fue objeto de aceleradas adecuaciones derivadas de iniciativas presentadas por el Ejecutivo al Congreso de la Unión para su aprobación.

<sup>10</sup> Esto tiene lugar con el desarrollo del mercado de dinero con la introducción de los Cetes en 1978, que permitió al gobierno financiarse en el MV y al Banco de México realizar operaciones de mercado abierto. Así lo expone Catherine Mansell Carstens "De la Represión Financiera a las Operaciones de Mercado Abierto", CEMLA, *Reformas y reestructuración de los sistemas financieros en los países de América Latina*, México, CEMLA, 1994, p. 116.

<sup>11</sup> Para la teoría económica de mercado abierto ver: José P. Rosetti, *Introducción a la Economía. Enfoque Latinoamericano*, México, Harla, 1979, p. 522.

### III. EL SECTOR FINANCIERO MEXICANO Y LA DESREGULACIÓN

#### A. LA TRANSFORMACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Sin medir consecuencias, durante el gobierno de Salinas de Gortari el SFM fue objeto de profundas transformaciones que resultaron de la implantación desordenada de múltiples políticas de liberalización y desregulación dirigidas a adaptarlo a las nuevas pautas emergentes de comercio, finanzas e inversión internacionales. En gran medida, las reformas al sector financiero mexicano no son nuevas. Éstas comenzaron desde la década de 1970 en un esfuerzo por sobreponerse a las deficiencias del modelo estabilizador de desarrollo aplicado desde la década de 1950. Las fallas de este modelo de desarrollo llevaron a retrasos fiscales, por lo que era imperativo flexibilizar el sistema financiero para prevenir fugas de capital y evitar la necesidad del financiamiento inflacionario.<sup>12</sup> Las reformas formuladas en ese periodo llevaron a la modificación de la Ley General de Instituciones de Crédito en 1974 para permitir la creación de la banca múltiple, y en el mismo año se expidió la Ley del Mercado de Valores que vino a realzar el papel de los mercados de capital.<sup>13</sup> Esta ley, que entró en vigor a partir de 1975, definió el marco de operación del mercado de valores para diferenciarlo de las instituciones financieras existentes.

En estos años se reconoció la importancia del sector financiero en el crecimiento económico adoptando una fuerte intervención del Estado en el sector financiero. Ciertamente el SFM contribuyó a impulsar a las empresas y consolidar el desarrollo nacional. El crecimiento de este sistema fue, sin embargo, desequilibrado, el sector bancario privado recibió más impulso y el mercado de valores permaneció pequeño a pesar de las intenciones para realzarlo. En otras palabras, durante la época de la alta intervención estatal el mercado de valores fue casi ignorado. La banca de desarrollo se caracterizó por apoyar no sólo a sectores no atendidos por la banca privada, sino muy especialmente a grandes grupos empresariales privados. En otras palabras, el sector financiero mexicano en épocas de alta o baja intervención estatal siempre ha respondido a presiones e intereses privados.

<sup>12</sup> Pedro Aspe, *El Camino Mexicano de la Transformación Económica*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993, p. 70.

<sup>13</sup> Héctor González Méndez, "Desregulación Financiera en México", *op. cit.*, pp. 178-179.

Ignorando los errores del pasado, las reformas financieras promovidas por el gobierno mexicano de CSG se dirigieron a responder a los cambios y oportunidades de la globalización financiera con un modelo neoliberal. Se pretendió estabilizar la economía y promover el incremento del ahorro interno y la movilización del ahorro internacional hacia la economía nacional. Las principales políticas aplicadas tras esos objetivos fueron la desregulación de los mercados locales, la apertura financiera, la innovación financiera y la privatización del sistema bancario, nacionalizado en 1982. Es decir, se recurrió a una estrategia neoliberal, que como se dijo redujo el espacio público en favor del espacio privado en las actividades económicas financieras. Una parte importante de esta estrategia gubernamental fue establecer condiciones macroeconómicas adecuadas para la liberalización financiera. Esas condiciones fueron entendidas como estabilidad y "disciplina" en las finanzas públicas, y el desarrollo de instituciones financieras "eficientes" mediante la desregulación. Se avanzó en el combate a la inflación, se aligeró la carga al erario (reduciendo el gasto público (social) y vendiendo las paraestatales) y se promovió la modernización del Sistema Financiero. Sin embargo, estas soluciones no derivaron de una visión de largo plazo, sino más bien de corto plazo, como bien lo apuntó Roxborough.<sup>14</sup>

#### **B. COMPONENTES DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO Y NUEVOS CAMBIOS AL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO**

Con base en dichos objetivos, los componentes de la liberalización financiera llevados a cabo en México, de acuerdo con Pedro Aspe, secretario de Hacienda durante el periodo de CSG, fueron: 1) reorientar el papel de las instituciones financieras, 2) promover la formación del ahorro; y 3) subrayar la inversión y la eficiente asignación de los recursos.<sup>15</sup> Según lo plantearon las autoridades, los cambios en el sector financiero pueden afectar los niveles de la intermediación financiera y sobre todo el volumen de ahorro, el cual, en niveles adecuados, puede alentar la inversión y el crecimiento. Esto es porque el ahorro se ha

<sup>14</sup> Al respecto véase la sección III.F del Capítulo II. Ian Roxborough, "Neo-liberalism in Latin America: Limits and Perspectives", *Third World Quarterly*, vol. 13, núm. 3, 1992.

<sup>15</sup> Pedro Aspe (1993), *El Camino Mexicano de la Transformación Económica*, Cap. II "Reforma Financiera y Fiscal", *op. cit.*, p. 71.



convertido en la variable clave para determinar la política monetaria. De ahí que, entre las consecuencias de la crisis de la deuda, una práctica constante de las autoridades mexicanas fue incrementar los niveles de ahorro interno, misma que durante la crisis actual se sigue invocando con vehemencia.<sup>16</sup>

El ahorro en México se diagnóstico como bajo por las autoridades financieras. En efecto, comparados con las exitosas economías del sureste de Asia, los niveles de ahorro e inversión en México se identificaron como relativamente más bajos en relación con sus productos internos. En los países asiáticos esas variables en 1993 eran 30% de sus PIB, mientras que en México 20%.<sup>17</sup> Las principales causas identificadas del bajo ahorro interno en México se centran en cuatro factores:<sup>18</sup> 1) el ahorro voluntario no fue desplazado por formas de ahorro forzoso no inflacionario, (*esto se refiere a que no existían instrumentos de ahorro para el retiro y para la protección contra riesgos*);<sup>19</sup> 2) el ahorro voluntario responde de manera positiva a la innovación e intermediación financieras (esto es, el ahorro se inhibió por la falta de opciones de ahorro con diferentes ofrecimientos de rendimiento, plazos, riesgos); 3) la desigualdad en la distribución del ingreso (no todos pueden ahorrar, no tienen recursos excedentes para este destino) y finalmente 4) las tasas negativas de interés disminuyeron los niveles de ahorros voluntarios.<sup>20</sup>

Los propósitos de incrementar el ahorro también incluyeron la captación del ahorro externo, lo que se promovió con la apertura acelerada del SFM. Cabe destacar que el ahorro externo en México en relación con el PIB mostró una tendencia creciente de 1987 a 1993, sin embargo el ahorro interno mostró una tendencia decreciente durante el mismo periodo. Por su parte el ahorro total (interno más externo) en relación con el PIB fue superior 25% hacia los princi-

<sup>16</sup> Cabe resaltar que los objetivos de la política financiera aplicada durante el sexenio de Salinas de Gortari, y aquí resumidas en el contexto de la liberalización y desregulación financieras, siguen siendo una constante en el gobierno del presidente Zedillo.

<sup>17</sup> Aspe (1993), p. 71.

<sup>18</sup> Aspe, *ibid.*, p. 72.

<sup>19</sup> La experiencia chilena podría aportar importantes contribuciones para el caso mexicano. Ver Hernan Cortés-Douglas, "Financial Reform in Chile: Lessons in Regulation and Deregulation", Dimitri Vittas (ed.), *Financial Regulation. Changing the Rules of the Game*, Washington, The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 1992.

<sup>20</sup> Para conocer otros puntos de vista del diagnóstico del bajo ahorro en México ver el interesante estudio de Celso Garrido, "Ahorro en México: Problemas y Perspectivas", Alicia Girón, Edgar Ortiz, Eugenia Correa, (comps.), *Integración Financiera y TLC. Retos y Perspectivas*, México, Siglo XXI, 1995, pp. 213-233.

pios de la década de 1980, pero esta relación declinó a 19% hacia 1986, y aunque se recuperó en 1992 por arriba de 23%, sus niveles en 1993 aún no alcanzaban los niveles de principios de la década de 1980.<sup>21</sup>

### **C. ALTA INTERVENCIÓN ESTATAL: ¿AHORRO BAJO?**

¿El bajo ahorro se derivó o no de una alta intervención estatal? Esta es una pregunta importante para evaluar la naturaleza de las políticas de liberalización y desregulación financiera. Debe preguntarse especialmente tomando en cuenta que dichas políticas tuvieron propósitos congruentes con la tendencia mundial de disminuir la presencia estatal y alentar la participación privada en la actividad financiera. La estatización *de facto* del crédito en México fue señalada como la principal causa que había generado una importante pérdida de capacidad del sistema bancario, y en general del sector financiero mexicano, a lo que se asoció la existencia de una regulación que restaba flexibilidad a las instituciones financieras y provocaba subsidios cruzados que encarecían el crédito.<sup>22</sup> El sector privado, en contraposición, fue señalado como idóneo para fomentar el ahorro y la canalización eficiente de los créditos. De hecho, la alta intervención estatal fue referida como la causa detonante de las ineficiencias financieras y de la falta de capacidad de respuesta del SF para promover el ahorro y la inversión, y en relación con esto, la principal causante de la crisis de escasez de recursos para el desarrollo.

Por lo tanto, la disminución de la participación estatal en la actividad financiera nacional constituyó el punto de partida para promover la orientación de mercado de la actividad financiera. En lo que también se encontró un espacio para justificar ideológicamente la reforma neoliberal del Estado, pero ignorándose análisis rigurosos sobre las consecuencias de una menor intervención estatal en el sector financiero, sobre la pérdida del espacio público para el financiamiento del desarrollo. La ausencia de este rigor también se manifiesta en la falta de análisis sobre otras experiencias y los riesgos de una apertura indiscriminada.

<sup>21</sup> Catherine Mansell Carstens, *Las Finanzas Populares en México*, op. cit., (ver figura 7: Ahorro), p. 33.

<sup>22</sup> Pedro Aspe, "La Reforma Financiera en México", p. 1044, en Bancomex, *Comercio Exterior*, México, Banco de Comercio Exterior, S.N.C., vol. 4, núm. 12, diciembre de 1994.

## IV. EVOLUCIÓN DE LA LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERAS EN MÉXICO

### A. ETAPAS DE LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERA

Cuatro etapas pueden ser identificadas en los cambios implantados en el sistema financiero mexicano durante el periodo de posguerra y que han significado una adaptación constante a los mercados mundiales y su progresiva globalización: 1) reformas limitadas a la represión financiera, 2) respuestas a la crisis de la deuda; 3) fin de la represión financiera, y 4) nuevo marco legal institucional e implantación acelerada de la desregulación y liberalización financieras.<sup>23</sup>

#### 1. Reformas limitadas a la represión financiera

El Sistema Financiero Mexicano se consolidó en las décadas siguientes a la revolución de 1910. Cabe destacar que la presencia institucional de la Administración Pública en las tareas financieras nacionales se manifestó activamente durante el periodo de consolidación del SFM. A dicho periodo pertenecen la creación de la banca central en 1925, que estuvo precedida por la creación de la Comisión Nacional Bancaria,<sup>24</sup> y muy especialmente la creación de intermediarios financieros promotores del desarrollo como Nacional Financiera (Nafinsa, nacida por decreto en 1933 y reformada en 1934), el Banco Nacional de Crédito Agrícola, S.A. en 1926, el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas en 1933, etc.<sup>25</sup> La banca comercial privada también consolidó su conformación y el alcance de sus actividades una vez que el Banco de México se convirtió en su regulador, en el encargado de la política monetaria nacional, y en el responsable final de pagos.

<sup>23</sup> Pedro Aspe reconoce otras etapas. Ver su libro: Aspe, (1993) *op. cit.* Las etapas identificadas en el presente trabajo siguen de cerca dicha categorización, pero son diferentes con el fin de explicar y analizar más claramente la secuencia de las políticas de desregulación y liberalización instituidas en México.

<sup>24</sup> Antonio Carrillo Flores, "Acontecimientos Sobresalientes en la Gestación y Evolución del Banco de México", Banco de México, *Cincuenta Años de Banca Central. Ensayos Conmemorativos*, México, Banxico/FCE, 1976, pp. 27-53.

<sup>25</sup> José Luis Ayala Espino, *Estado y Desarrollo. La Formación de la Economía Mixta Mexicana (1920-1982)*, ver la sección "Organización del Sistema Bancario y las Primeras Instituciones", México, FCE/SEMIP, 1988.

Sin embargo, la conformación legal e institucional del SFM se consolidó a partir de la década de 1940. La crisis de la década anterior, la "revolución" keynesiana, los principios de la revolución plasmados en la Constitución de 1917, la existencia de un sector empresarial incipiente, y la profundidad de los problemas del desarrollo nacional influyeron para que en la década de 1940 la política monetaria tuviera como eje de su diseño y aplicación a las instituciones nacionales de la administración pública, señalándolas como las instituciones promotoras del desarrollo nacional.<sup>26</sup> El SFM se consolidó en las siguientes tres décadas gracias a una fuerte participación del Estado en las actividades financieras nacionales.

Por ello, tomando en cuenta las prioridades nacionales, se utilizaron controles cuantitativos en las tasas de interés, o montos porcentuales mínimos de asignación del crédito a sectores prioritarios de la economía, y se ejerció un control directo del tipo de cambio. Igualmente, se estableció un marco de regulación encaminado no solamente a mantener la fortaleza financiera de los intermediarios financieros, sino también para asegurar que la captación del ahorro y la asignación del crédito bancario se realizara, de acuerdo, a las prioridades nacionales. Este marco regulatorio conjugó la actividad de los intermediarios financieros privados con las actividades de la banca de desarrollo. Este periodo de alta participación estatal en la operación del sector financiero mexicano es precisamente el marco institucional financiero que se le identifica como de "represión financiera"

Dicho marco institucional y regulatorio contribuyó a que el crecimiento de México fuera alto y sostenido por varias décadas, promediando tasas de crecimiento del PIB de 6.5% anual. Sin embargo, dicho crecimiento fue acompañado con la intensificación de varios problemas del desarrollo y sobre todo de desequilibrios estructurales importantes, como el desfase entre el sector agrícola-rural y el sector industrial urbano, de desequilibrio del sector externo, y de ausencia de desarrollo científico y tecnológico propio. Muchos de estos problemas tienen sus orígenes no en la alta intervención estatal, pero sí en varios otros factores: presión de grupos de poder para aprobar agendas públicas que no correspondían con el interés público, o falta de nacionalismo y visión a largo plazo para el desarrollo, equivocada formulación de políticas públicas, adminis-

<sup>26</sup> *Ibid.* José Ayala Espino reseña esta parte de la historia acertadamente al destacar la activa participación del estado en la gestación y consolidación del SFM, y en gran provecho de la iniciativa privada que también consolidó el sistema de economía mixta en México.

tración pública ineficiente de la política pública (el problema agente-propietario<sup>27</sup>). También deberá tomarse en cuenta que este fue un periodo de paternalismo estatal hacia el empresariado, sector que se consolidó también en esta etapa. Estos factores, aun en una situación de poca o mínima intervención estatal, no están garantizados a desaparecer.

La respuesta del SFM a los problemas cotidianos o cíclicos surgidos de dichos desequilibrios o presiones internas, o condiciones internacionales adversas, no fue siempre idónea; en parte porque el mismo SFM se fue endureciendo y se volvió rígido, burocrático e ineficiente. Por ello, el gobierno aplicó periódicas reformas al SFM. Pero el alejamiento definitivo del sistema de rigidez financiera, aunque sin eliminarlo completamente, comenzó en 1976 con el proceso de formación y operación de la banca múltiple, que pretendió iniciar un funcionamiento más eficiente de las instituciones de crédito del país; con las medidas tomadas en 1977 para modernizar los medios de control de la oferta monetaria y que simplificaron el mecanismo del encaje legal y flexibilizaron las disposiciones de la fijación de tasas de interés; y principalmente con la introducción de los instrumentos gubernamentales denominados Certificados de la Tesorería (CETES) en 1978, considerados hasta la fecha como un instrumento financiero clave de la modernización del sistema financiero.<sup>28</sup> La aparición de los CETES marcó el comienzo del desarrollo del mercado de dinero interno, creando y fortaleciendo el sistema de subastas de estos títulos y su mercado primario y secundario; originalmente la tasa de interés para los CETES fue fijada por las autoridades; hacia el último cuarto de 1982 las subastas se formalizaron y los participantes pudieron hacer ofertas sobre los montos y la tasa de interés.<sup>29</sup>

A pesar de estos esfuerzos para eliminar la rigidez del SFM, los errores de política financiera del gobierno de JLP conllevaron a una crisis de liquidez o de escasez de recursos para el desarrollo. Como se recordará, este gobierno previó crecimientos de la economía muy importantes, con base en la riqueza petrolera, pero no previó la caída del precio de este recurso. El endeudamiento externo creció desmedidamente, pero nunca se anticiparon alzas en las tasas de interés y por consiguiente del servicio de la deuda, mostrando con ello las ineficiencias

<sup>27</sup> El agente es el gobierno y el principal son los ciudadanos. El agente actúa (gobierna) en representación del principal y debe maximizar su riqueza (bienestar). Sobre este problema teórico véase: Jan-Erik Lane, *The Public Sector. Concepts, Models and Approaches*, London, Sage Publications, 1993, pp.114-116; y pp. 185-188.

<sup>28</sup> H. González Méndez, *op. cit.*, p. 181.

<sup>29</sup> Aspe, (1993), *op. cit.*, p. 74.

de formulación e instrumentación de la política pública de entonces. Peor aún, no se previeron las consecuencias a largo plazo de heredar al pueblo de México y a las administraciones públicas siguientes un problema financiero de difícil solución como lo es el alto endeudamiento público externo construido bajo falsas expectativas de crecimiento.

## 2. Respuestas a la crisis de la deuda

La actual liberalización financiera comenzó como una respuesta a la crisis de la deuda y corresponde al período de 1983 a 1988. El gobierno mexicano instauró un drástico proceso de ajuste. Se iniciaron profundas medidas para combatir la inflación, eliminar el déficit público, ajustar el tipo de cambio y renegociar la deuda externa. A estas medidas financieras deben aunarse las políticas de apertura comercial, apertura a la inversión extranjera directa, "racionalización y desincorporación" de las empresas paraestatales y control de los sueldos y salarios. Estas medidas tuvieron como objetivo inmediato delinear una imagen sana de las finanzas públicas. Lo que será a partir de entonces una preocupación constante del gobierno. En lo ideológico existió el contexto ideal para justificar y emprender la disminución de la presencia del Estado en la economía y en la actividad financiera.

Como salvedad a dicha disminución, al inicio de la crisis del endeudamiento el sistema bancario fue nacionalizado. Este acto fue recibido con euforia por ciertos sectores de la sociedad, pues creyeron que llevaría a un proceso de verdadera socialización de los procesos de ahorro e inversión. Pensaban que se gestaba un nuevo SFM que sin las ataduras a los intereses privados podría verdaderamente convertirse en un agente del desarrollo social. Dichos analistas pensaban que el Estado ampliaba su espacio público a un espacio de interés social legítimo, pues el mercado (y concretamente los banqueros) habían antepuesto sus intereses particulares a los del país. En términos de la coyuntura de entonces, lo que se señalaba era el papel de la banca en la generación de la crisis por su participación directa e indirecta en las fugas de divisas y los desequilibrios financieros de entonces. Se vinculaba igualmente a la banca con los desequilibrios estructurales de la economía, pues muchos consideraban que su asignación de recursos privilegiaba a las grandes empresas castigando en contraposición principalmente al sector rural.

Más rigurosamente, en términos de la teoría de la administración pública, lo que se insinuó con la nacionalización fue que la actividad bancaria representa un

bien (activo) y un espacio público para fomentar el desarrollo. Que si bien los precios y las operaciones bancarias pueden efectivamente ser fijados y realizadas a través del mecanismo del mercado, pueden existir limitaciones severas (como en realidad éste se consideró el caso de México) que conlleven a subordinar en dicho sector el interés privado sobre el interés público. Así, lo entonces acontecido implicaba hacer del sector financiero un verdadero agente del desarrollo. Ante todo definiendo objetivos y alcances reales y correctas formulaciones de la política financiera en función del desarrollo interno. Por lo que es preciso que dicho sector permanezca como un espacio público. De ahí que en general el pueblo de México aprobaba la nacionalización bancaria.

Sin embargo, la incorporación de la banca privada comercial al sector público no resultó en la consolidación de un espacio público para la promoción del desarrollo; ni la administración pública del sector financiero se convirtió en promotora decidida del desarrollo. Más bien la capacidad gubernamental para promover el desarrollo fue perdiéndose poco a poco en el periodo 1983-1988 y aceleradamente desde 1989, en el que los procesos de liberalización y desregulación financiera jugaron un papel fundamental.

Efectivamente, en lo que se refiere el SFM, después de un breve lapso de tres meses, adecuadamente denominado por Ruiz Durán "90 días de política monetaria y crediticia independiente",<sup>30</sup> las autoridades comenzaron a reestructurar el SFM. Una reprivatización era políticamente improcedente. Por ello, se respetó e intensificó su funcionamiento como mecanismo de mercado, en lo que se refiere a la captación del ahorro y asignación del crédito. En cuanto a sus estructuras, se procedió en tres frentes: 1) se devolvió inmediatamente las instituciones financieras no bancarias, primordialmente las casas de bolsa, a sus antiguos propietarios; 2) se indemnizó generosamente a los exbanqueros para restablecer la confianza de la iniciativa privada en la economía y en las políticas económicas del gobierno, y 3) se reestructuró al sobredimensionado e ineficiente sistema bancario, promoviendo las fusiones y liquidando a los bancos pequeños e ineficientes. El sistema se consolidó en 18 bancos de cobertura ya sea nacional, regional o local.

Los propósitos y el marco justificativo de la reestructuración bancaria consistieron en promover economías de escala y erradicar las ineficiencias. Lo que emana de las ideas de señalar la culpabilidad de la crisis financiera a la alta

---

<sup>30</sup> Clemente Ruiz Durán, *90 Días de Política Monetaria y Crediticia Independiente*, México, Puebla: Universidad Autónoma de Puebla, 1984.

intervención estatal. Cabe destacar que las reformas bancarias en esta etapa, la reprivatización de las casas de bolsa y las casas de cambio y las reformas a la Ley del Mercado de Valores, propiciaron un fuerte crecimiento del mercado de valores. Este crecimiento puede ser atribuido a tres factores importantes: 1) la bolsa de valores se convirtió en un mecanismo alternativo de financiamiento de las empresas, particularmente porque algunas, debido a la nacionalización bancaria, vieron cortados sus créditos preferenciales otorgados por los bancos pertenecientes al mismo grupo industrial-financiero; 2) el mercado de dinero se consolidó como el mecanismo de endeudamiento público interno; debido a la crisis de la deuda, importantes flujos de capital externos eran inaccesibles al gobierno de México, catalogado como país de "alto riesgo" por lo que tuvo que recurrir más al financiamiento interno para sus operaciones y muy especialmente para refinanciar su endeudamiento externo e interno; y 3) los altos rendimientos que ofrecían los mercados de dinero y capital y la recesión de la economía, inducida por el desplome de la demanda originada en la represión a los salarios, propició que gran parte de los fondos que podrían ser canalizados a la inversión real, fueran canalizados a los mercados financieros.

### 3. Fin de la represión financiera

Esta etapa comenzó en 1988 y terminó en 1989. Rigurosamente, este corto periodo no debe identificarse como una etapa. Hecha tal aclaración, en este trabajo se incluye esta etapa identificada por Pedro Aspe, con el fin de examinar de cerca los objetivos gubernamentales en las reformas que dieron fin a la represión financiera. En primer término, tuvo lugar la eliminación gradual de los controles cuantitativos. En 1988 se eliminaron los "cajones de crédito" a sectores de alta prioridad, y se suprimieron los requisitos de reserva obligatoria. En relación con las obligaciones bancarias (inversiones en Certificados de Depósito (CDs) y Pagarés) se dispuso suprimir restricciones en la captación de recursos. Desde octubre de 1988 sólo las cuentas tradicionales de cheques y ahorro de los saldos de los bancos fueron sujetas a limitaciones sobre la proporción que debía canalizarse a los "sectores de alta prioridad" y a la banca de desarrollo, así como también quedaron sujetas al requisito de reserva obligatoria; el resto de las obligaciones de los bancos fue liberado del mecanismo de crédito selectivo, y el de reserva para créditos gubernamentales fue sustituido por un requisito de liquidez (la obligación de mantener 30% de la cartera en bonos gubernamenta-



les).<sup>31</sup> Más tarde esta reforma fue extendida a los depósitos tradicionales en abril de 1989, y a las cuentas en cheques en agosto del mismo año; en este año se elimina el coeficiente de liquidez obligatorio de 30% y se estableció un pagaré gubernamental a 10 años de tasa variable, intercambiable entre bancos para asegurar que éstos mantengan sus reservas.<sup>32</sup> Con estas medidas el gobierno dió por concluida “la transición suave” y dió paso a un proceso intenso de reformas a toda la ley financiera de México.

El fin de la etapa suave también debe considerarse como el inicio de una acelerada pérdida del espacio público en las tareas y actividades financieras. Comienza una nueva etapa de gestación de crisis, atribuida por algunos analistas precisamente a la disminución de dicho espacio. Síntomas importantes de alerta se manifestaron en la disminución del control de la política monetaria y financiera nacional, pero más peligrosamente en el desvío de recursos para el desarrollo.

#### 4. Aceleración de la liberalización y desregulación

La transición de un régimen reprimido a uno más libre fue centralmente sustentado con profundas reformas a las principales leyes financieras y monetarias. El gobierno de CSG inició un fuerte proceso desregulatorio para dar paso a la liberalización financiera.

##### a. La Reforma Legal de 1989-1990<sup>33</sup>

Las reformas conocidas como el “paquete financiero” enviadas por el ejecutivo y aprobadas el 19 y 27 de diciembre de 1989, y el 3 y 4 de enero de 1990 por el Congreso de la Unión, tendieron a reformar el conjunto de leyes que regulan a la mayoría de los intermediarios financieros. El propósito central que se planteó consistió en avanzar en el desarrollo institucional del sistema financiero mediante la actualización del marco que define su estructura, y en concreto mediante la disminución la regulación excesiva y al mejorar la supervisión, regular excesos de intermediarios, fomentar su capitalización y el aprovechamiento de las economías de escala y promover una mejor cobertura de mercados

---

<sup>31</sup> *Ibid.*, p. 77.

<sup>32</sup> *Ibid.*, 78.

<sup>33</sup> Guillermo Ortiz Martínez, *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, (1994), *op. cit.*

así, como una mayor competencia entre los intermediarios. En síntesis, el propósito del paquete financiero era fomentar un SFM más moderno y eficiente.<sup>34</sup> Se da un proceso des(re)regulatorio sin precedentes en la historia financiera de México. En todo este proceso se observa una acelerada toma de decisiones y aprobaciones por parte del ejecutivo tendientes a forzar el rumbo hacia el mercado y a una mayor participación privada en la intermediación financiera. La ley reformada dió paso a una menor intervención estatal en la actividad financiera nacional y los mercados financieros nacionales se abrieron aceleradamente a la iniciativa privada interna y externa.

De este paquete financiero de 1989 y 1990 destaca la aprobación de varias reformas a la Ley de Instituciones de Crédito (LIC), que se refiere a la operación bancaria; y las de la Ley del Mercado de Valores (LMV). Otras leyes monetarias que formaron parte del paquete financiero de reformas en 1989 fueron: la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito; la Ley General de Instituciones de Seguros; la Ley Federal de Instituciones de Fianzas; la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito y la Ley General de Sociedades de Inversión. Además, con respecto a la reforma legal Bancaria cabe destacar que ésta se sustentó en una reforma constitucional que provocó reacciones encontradas, concretamente se modificaron los Artículos 28 y 123, correspondientes al régimen de propiedad de la banca.<sup>35</sup>

Hay que reconocer que detrás de dichas reformas igualmente subyace la privatización bancaria, medida que fue anunciada en 1990 y que se llevó a cabo entre junio de 1991 y julio de 1992. Este proceso significó un ingreso de 12000 md,<sup>36</sup> generalmente referidos para justificar este proceso, pero este precio no cubrió los altos costos subyacentes. En primer lugar se fracturó un espacio institucional público importante para canalizar el crédito en función del interés público. La privatización bancaria respondió, por el contrario, al interés privado, y nuevamente avivó la flama del problema o el fenómeno de la alianza financiera-empresarial de los dueños monopólicos de ambos sectores.

En relación con la banca, uno de los aspectos más importantes en que se centró la reforma financiera consistió en dar más autonomía a los bancos comerciales. En la reforma a la LIC se buscó fortalecer la facultad de los consejos directivos para la toma de decisiones. Este consejo adquirió la facultad para designar y

<sup>34</sup> Guillermo Ortiz, *op. cit.*, p. 57.

<sup>35</sup> Guillermo Ortiz reseña esta coyuntura, *op. cit.*, pp. 71-87.

<sup>36</sup> Catherine Mansell Carstens, *Las Finanzas Populares en México*, *op. cit.*, p. 19.

remover al director general, lo que anteriormente era atribución del presidente de la república a través de la Secretaría de Hacienda (SHCP). También se estableció que el consejo aprobara sus propios programas financieros y presupuestos de gastos de inversión e ingreso, así como también se les otorgó capacidad para aprobar el lugar del establecimiento y reubicación de sus sucursales, agencias y oficinas en el interior del país, así como también sobre la adquisición, arrendamiento y enajenación de sus bienes muebles e inmuebles, la realización de obras, etc. Es decir, se otorgó a estos consejos más libertad para tomar decisiones administrativas, lo que sin embargo no implicó una pérdida del control total del Estado, al mantener éste la participación mayoritaria en los consejos.<sup>37</sup>

La reforma a esta ley se planteó también en congruencia con los cambios en desregulación operativa de la banca, así como para alentar una participación más activa de los particulares en su capital social y en el manejo corporativo. Cabe destacar que en relación con este punto, la creación de los Certificados de Aportación Patrimonial (CAP) serie "C" que sería la parte del capital adicional que junto al capital social ordinario cuya serie "A" es suscrito por el Gobierno Federal (66% del total), y una serie "B" (34%) de posibilidad de suscripción con particulares, conforman el capital total de estos intermediarios bancarios, según lo disponían las reformas aprobadas de este periodo.<sup>38</sup>

En lo que se refiere a la desregulación, se redefinió el marco de supervisión y control de la *Comisión Nacional Bancaria*. Principalmente se establecieron reglas para sancionar a las instituciones que incumplieran o violaran las normas establecidas por la ley. Nace la supervisión prudencial, pretendiendo otorgar mayor protección al público inversionista y alentar su mayor participación. La CNB como representante del Estado en la supervisión bancaria, relega la participación estatal para convertirse meramente en gendarme de las actividades financieras bancarias. La regulación y supervisión más estudiada quedó fuera del alcance de la reforma. Esto se refiere a que el grado de control estatal quedó indefinido y una participación más activa del Estado en las decisiones financieras se consideró perniciosa y fuera de lugar. Si bien se conserva un espacio público de supervisión y control, no se señaló un espacio flexible para la mayor

---

<sup>37</sup> *Ibid.*, p. 59.

<sup>38</sup> Ese tipo de participaciones fueron creadas durante el gobierno del presidente De la Madrid, 1982-1988, justo después de la nacionalización de la banca (llevada a cabo por el presidente previo, López Portillo) a fin de frenar el descontento del sector privado.

participación estatal en el control del sector financiero cuando fuera necesario, especialmente ante las eventualidades de insolvencia y crisis bancarias.

Por su parte, las reformas más importantes a la *Ley del Mercado de Valores* (LMV) que regula las actividades de la banca de inversión, de las casas de bolsa, y el manejo de las sociedades de inversión se centraron en: promover las condiciones que favorezcan una mayor participación de los intermediarios en el exterior, redefinir el tratamiento de la llamada información privilegiada (más transparencia e información pública), desregular la actividad bursátil para promover la competencia y facilitar la operación, y reconocer legalmente la figura del *especialista bursátil*.<sup>39</sup> En relación con la inversión extranjera, la LMV se reformó para permitir a los inversionistas extranjeros hasta 30% del capital en las casas de bolsa con un límite de 10% sobre la tenencia individual de acciones.<sup>40</sup> En cuanto a la Ley de Sociedades de Inversión, se aprobó su reforma con el fin de desregular las operaciones y simplificar administrativamente el funcionamiento de estos intermediarios. Por sus características, las sociedades de inversión se señalaron como el vehículo de acceso del pequeño y mediano inversionista al mercado de valores, por lo que la serie de cambios de esta ley también se dijo con el fin de promover el ahorro interno.

Las reformas a esta ley, sin embargo, se derivaron de las necesidades de buscar y definir un espacio potencial para la obtención alternativa de financiamiento privado y promover la acumulación de capital; y también para proveer un nuevo camino de financiamiento gubernamental (para cubrir sus cuestiones operativas, pero centralmente para cubrir el creciente gasto público centrado en el renglón del pago de la deuda pública). La LMV se reformó también para permitir la entrada de la inversión extranjera de portafolio. El fomento de la inversión extranjera se tuvo que acompañar forzosamente de una fuerte promoción del manejo adecuado de la información privilegiada para superar la imagen negativa del MV mexicano como mercado ineficiente. La supervisión de este mercado por parte de la CNV jugó un papel importante para construir una buena imagen. Sin embargo, la ley no previó desde el inicio de su profunda reforma mecanismos de enlace de la inversión extranjera de portafolio con la inversión

---

<sup>39</sup> Es un intermediario entre agentes financieros y el público inversionista, y realiza operaciones por cuenta propia en ciertas acciones que se le asignen. Su responsabilidad más importante es mantener un mercado ordenado de dichas acciones. Procede a vender cuando la demanda de las acciones es alta y comprar cuando sea baja. Aspe Armella, (1993), *op. cit.*, p. 82.

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 82.

real; tampoco se establecieron regulaciones para evitar la entrada de inversiones especulativas o para controlar su salida.

La ley financiera también se reformó en 1989 para permitir la integración de grupos financieros, señalando que estas agrupaciones operarían a través de una sociedad controladora, y prohibía la participación de inversionistas extranjeros en su capital social. En concreto, la reforma a la ley dispuso que la sociedad controladora se debe integrar con por lo menos tres intermediarios financieros no bancarios, y mantener 51 % del capital pagado de cada uno de los integrantes de la agrupación. Asimismo se dispuso que ésta tuviera la responsabilidad subsidiaria, solidaria e ilimitada de las pérdidas de todos los integrantes.<sup>41</sup> En 1990 se aprobó una nueva Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, y varias disposiciones en relación con estas agrupaciones se incorporan en la LIC y en la LMV. Su objetivo era (es) propiciar que los intermediarios aprovechen y compartan costos de infraestructura y ofrezcan mejores servicios al cliente.<sup>42</sup>

En relación con la inspección y vigilancia, también se reasignaron las facultades de la *Comisión Nacional de Valores*. A ésta se le facultó imponer sanciones directas previstas por la ley y expedir disposiciones generales sin que se requiera autorización de la SHCP. Asimismo se le autorizó autonomía en el manejo de sus ingresos y egresos, así como también se le dio facultad para otorgar directamente autorización o revocar a las sociedades de inversión. Pero al igual que la CNB la reasignación de facultades para la CNV se centró en atribuciones de supervisión prudencial. Es decir, a esta dependencia de la administración pública se le asignan facultades de supervisión y control para la vigilancia de las nuevas reglas del juego y para sancionar ante los incumplimientos de las reglas. Más allá de esta vigilancia superflua no se dieron reformas más profundas para esta comisión.

Conviene destacar, para finalizar, que en 1991 comenzó a considerarse la introducción en el mercado de valores mexicano de una amplia gama de productos derivados (futuros, *forwards*, opciones, *warrants* y *swaps*) a fin de ayudar a disminuir la volatilidad en el mercado subyacente y a incrementar la formación de capital, y para poder competir en el mercado internacional por los recursos financieros. Así, en 1991 la Comisión Nacional de Valores junto con la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa (AMCB), la Bolsa Mexicana de Valores y una firma consultora exterior, realizaron un estudio de factibilidad de implantación

---

<sup>41</sup> Guillermo Ortiz, (1994), *op. cit.*, p. 69.

<sup>42</sup> Aspe Armella, (1993), p. 83.

de opciones en México. En la primera fase del proyecto se aprobó la introducción de *warrants* y títulos opcionales. La normatividad se dispuso en la circular 10-157 de la CNV, que establece la naturaleza jurídica de estos nuevos instrumentos financieros.<sup>43</sup> Más adelante, en enero de 1993 se creó el Comité de Productos Derivados (constituido por la CNV, la BMV y la AMCB) para llevar a cabo el plan de trabajo.<sup>44</sup> Los *warrants* fueron finalmente introducidos en el mercado mexicano en septiembre de 1993.

Cabe aclarar que los productos derivados no constituyen *per se* instrumentos que disminuyen la volatilidad bursátil, puesto que son también instrumentos con riesgo. Es decir, su introducción no asegura una inversión libre de incertidumbre, sólo son innovaciones para ampliar las posibilidades de inversión y de manejo del riesgo.

#### b. Las reformas financieras de 1991-1994

Bajo el ropaje de alentar el ahorro, pero más bien para sanear el sector bancario y sentar las condiciones para privatizarlo y luego para consolidar el alejamiento del Estado en el financiamiento del desarrollo, de 1991 a 1994 tuvieron lugar importantes reformas. En 1991 los objetivos de las reformas a la ley financiera se centraron en la activación del ahorro interno. Esto resultó en el reconocimiento legal de mecanismos de ahorro, como son las cajas de ahorro (ahorro popular), y el Sistema de Ahorro para el Retiro, SAR (ahorro forzoso). Desde luego este último conllevó una importante entrada de recursos al sector bancario y vía sus inversiones a la BMV.

En junio de 1992 la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras se modificaron para permitir formas adicionales de participación del capital nacional y extranjero en la banca y en sociedades controladoras de grupos financieros, mediante la actualización de la operación de los bancos y el reconocimiento de nuevos servicios de intermediarios no bancarios. En mayo de 1993 el ejecutivo envió al Congreso de la Unión varias inicia-

<sup>43</sup> El 22 de julio de 1992 la Junta de Gobierno de la Comisión Nacional de Valores aprobó el proyecto "Disposiciones Aplicables a la Operación de Títulos Opcionales (*Warrants*)" que corresponde a lo que sería la circular 10-157 publicada en el *Diario Oficial de la Federación* en septiembre de 1992, con lo que se formalizó el marco legal de su emisión y negociación en el mercado de valores de México. Noticia aparecida en *El Financiero*, México, D. F., viernes 11 de septiembre de 1992, p. 30A.

<sup>44</sup> Fernando Olloqui G., "Los Warrants en el Mercado Mexicano", *El Mercado de Valores*, México, Nacional Financiera, núm. 2, enero 15 de 1993, pp. 11-14.

tivas de reforma financiera, que nuevamente se aprobaron sin ninguna oposición, lo que refleja también la ausencia de un proceso democrático en la formulación de la política pública. Destaca la iniciativa de reforma constitucional para dar autonomía al Banco de México, y varias reformas importantes a la Ley del Mercado de Valores.

*i. Las Cajas de Ahorro*

Al entrar en vigor la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito (LGOyAAC) se reconoció legalmente a las cajas de ahorro. Sobre éstas se señala que anteriormente no se habían desarrollado por carecer de este reconocimiento, pues no brindaban a los ahorradores garantía y seguridad. La LGOyAAC en relación con esta reforma ha tenido como propósito fundamental "reconocer, organizar y dar reglas claras para la operación de las cajas de ahorro, lo que redundará en mayor seguridad y posibilidad de desarrollo de sus operaciones"<sup>45</sup> Y se sustenta en cuatro razones básicas: 1) lograr mayor competitividad entre los agentes, 2) mayor racionalidad económica, 3) avanzar en el reto de mayor crecimiento económico y mejores niveles de vida para la población, y 4) porque se espera que las cajas de ahorro se conviertan en un canal adecuado para reunir recursos dispersos de pequeños ahorradores e incorporarlos productivamente.

Específicamente la ley prevé que la captación de recursos será exclusivamente de los socios de las cajas de ahorro, para la posterior colocación de los mismos con autorización de la SHCP para su constitución y operación. El capital social se deberá integrar por partes sociales iguales que confieran los mismos derechos, y deben ser íntegramente pagadas al ser suscritas. Asimismo la ley prevé que sustentarán su naturaleza en una nueva figura societaria: las sociedades de ahorro y préstamo, que son personas morales con personalidad jurídica y patrimonio propio de capital variable, con responsabilidad limitada de los socios al monto de sus aportaciones, de duración indefinida, con domicilio en territorio nacional y su denominación estará seguida de las palabras "Sociedad de Ahorro y Préstamo."<sup>46</sup>

Este camino innovador para el fomento del ahorro entre las clases populares se ha enfrentado a un problema social, lo que corresponde a una de las principa-

<sup>45</sup> Citado en Guillermo Ortiz (1994), p. 103-104.

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 105.

les causas del porqué del bajo ahorro popular. Sencillamente el ahorro de caja no puede despegar porque al sector popular le faltan las condiciones para emprender el camino del ahorro: tener un empleo, que además sea bien remunerado. En contraposición, bajo las tendencias del neoliberalismo el desempleo ha aumentado, y los salarios de los empleados se han reprimido mermando su capacidad de compra y de ahorro. Por lo que en realidad el fomento del ahorro interno deberá acompañarse de incrementos salariales y una de redistribución del ingreso significativos.

*ii. El Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)*

Si bien el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) supuestamente surgió como medida de protección social y previendo importantes consecuencias para el ahorro y la inversión, éste constituyó un medio para tratar de sanear financieramente al sector bancario. El SAR se reconoce con las reformas y adiciones a diversas disposiciones de la Ley del Seguro Social y a la Ley de Impuesto Sobre la Renta, según decreto publicado en el *Diario Oficial de la Federación* del 24 de febrero de 1992. En relación con los trabajadores del Estado, se expidió el decreto del 27 de marzo de 1992 que establece para aquellos sujetos del régimen obligatorio de la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE), un sistema de ahorro para el retiro. Con este antecedente el 4 de enero de 1993 se llevó a rango de ley el SAR, quedando integrado al ISSSTE, con lo que obliga a las dependencias y entidades de la Administración Pública a hacer una aportación de 5% para vivienda, adicional al 2% ya existente. Por lo que el SAR se considera una prestación más de seguridad social. Los logros de este programa serán para evaluación a mediano plazo. Sin embargo, ya hay bastantes evidencias que señalan el verdadero propósito de la creación del SAR: proveer un plan financiero de rescate al sector bancario y evitar su quiebra; esta estrategia se intensificó con la creación de las Afores, que comenzaron a operar en julio de 1997.

Dentro de la instauración del SAR, el decreto del 24 de febrero de 1992 reforma y adiciona diversas disposiciones de la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), que modificó la mecánica operativa de este instituto en relación con el sistema de financiamiento de la vivienda. La prestación para la vivienda por medio del Infonavit existía desde décadas pasadas, pero nunca constituyó un mecanismo efectivo para proveer de vivienda a los trabajadores. Muchas irregularidades e ineficiencias se manifesta-



ron sin cálculos correctos para los trabajadores retirados que demandaron la devolución de sus depósitos al no haber recibido el beneficio de la vivienda, recibiendo cantidades irrisorias.

Como complemento al ahorro interno, el SAR puede considerarse conceptualmente idóneo. Sin embargo, es preciso reconocer algunas de sus limitaciones. En primer lugar es un mecanismo de ahorro forzado, por tanto no es inducido por el mercado. En segundo lugar, los fondos así generados sí se canalizan al mercado para incrementar los recursos de los bancos (y a la vez sus ingresos) e incrementar, a través de las inversiones de cartera de los bancos, la liquidez del mercado de valores. Es decir, asumiendo una posición crítica, se fomenta la actividad del mercado con el ahorro social forzado. A esto debe aunarse que los fondos del SAR realmente son insuficientes para apoyar la jubilación o la construcción de viviendas de los trabajadores.

*iii. Reformas adicionales a la Ley de Instituciones de Crédito y a la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras*

El 9 de junio de 1992 la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras (LRAF) fueron reformadas nuevamente. De estas reformas destaca la referida a la integración del capital social de las instituciones de crédito y de las sociedades controladoras de grupos financieros. Ambos tipos de sociedades se asemejan en las proporciones que integrarán cada serie de acciones. Como se recordará, en las reformas de 1989 el capital ordinario era de 66% del Estado frente a 34% de particulares en las series A y B, respectivamente. La reforma cambia estas proporciones de la siguiente manera: 51% serie A, hasta 49% por acciones serie B, y de este porcentaje hasta 30% por acciones serie C, que es el capital adicional. Al aprobarse la iniciativa de la LIC y de la LRAF el capital social de las instituciones de crédito y de las sociedades controladoras se integra de la siguiente manera: por acciones serie A, que representarán 51% del capital ordinario, 49% restante del capital ordinario se podrá integrar indistinta o conjuntamente por acciones serie A, B y C. La serie C no podrá rebasar 30% de dicho capital. La parte central de la reforma consiste en que el capital pagado adicional, representado por acciones serie L, se emitirá hasta por 30% del capital ordinario.<sup>47</sup> Asimismo se dispuso en esta reforma, que los titulares de las acciones (personas físicas o morales, mexicanas o extranjeras) tendrán

<sup>47</sup> *Ibid.*, p. 110.

derechos patrimoniales y también el derecho de voto en asuntos de objeto, fusión, escisión, disolución, transformación, liquidación y cancelación de su inscripción en cualesquiera bolsas de valores. Se dispuso igualmente, en relación con las controladoras la facultad de contraer pasivos directos o contingentes para su capitalización.

*iv. Iniciativas de Ley de mayo y julio de 1993*

En mayo de 1993 nuevamente el ejecutivo envió al Congreso para su aprobación un paquete de cinco iniciativas de reforma financiera de las siguientes leyes: Ley de Instituciones de Crédito, Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, Ley del Mercado de Valores, Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y la Ley Federal de Instituciones de Fianzas. El objetivo general de estas iniciativas fue fomentar una mayor competitividad entre los intermediarios financieros, así como investirlos de nuevas atribuciones en su operación, y de manera importante profundizar la desregulación de sus actividades. También se buscó homologar los regímenes aplicables a los diversos intermediarios (sanciones, procedimientos administrativos, redefinición de infracciones y delitos).

Cabe destacar que al aprobarse estas reformas, los cambios más importantes se sucedieron principalmente en la Ley del Mercado de Valores. La reforma a esta ley fue publicada en julio de 1993 y fue considerada la reforma más importante al marco jurídico del mercado desde su promulgación en 1974.<sup>48</sup> La reforma a esta ley principalmente se centró en el impulso a la internacionalización del Mercado de Valores, en enriquecer su estructura institucional, desarrollar nuevos instrumentos, perfeccionar el régimen de sanción de uso indebido de información privilegiada y dictó medidas adicionales para combatir los conflictos de interés; asimismo se presentó el objetivo central de avanzar en la autorregulación del mercado, apoyar la función de especialistas, enmarcar la asistencia recíproca con autoridades reguladoras del exterior, redefinir las atribuciones de la CNV y adecuar la normatividad del Fondo de Apoyo al Mercado de Valores, y finalmente consignar un estatuto jurídico con el objetivo de brindar seguridad a la automatización de la actividad bursátil. De las reformas aprobadas destacan los siguientes aspectos:

<sup>48</sup> CNV, *Ley del Mercado de Valores*, México, CNV, 1993, p. 57.

- Creación del Sistema Internacional de Cotizaciones
- Regulación de la Información Privilegiada
- Reconocimiento del Asesor de Inversión Independiente
- Creación del Fondo de Apoyo y Garantía del Mercado de Valores
- Regulación de los Sistemas Automatizados de Operaciones

Otras reformas importantes de esta ley se refieren a las instituciones calificadoras de valores. Figura que se origina con las reformas a esta ley en enero de 1989. En las reformas de 1993 se aprobó ampliar el marco regulatorio de estas instituciones. En éstas se estableció que la *Comisión Nacional de Valores* podrá expedir las disposiciones relativas a la información que de forma periódica estas instituciones deberán proporcionarle, así como también les podrá requerir cierta información para el público y otros aspectos relacionados con los servicios que prestan a los usuarios. Igualmente se estableció que cualquier información no veraz podrá implicar la revocación de sus operaciones.

En relación con los valores extranjeros, la reforma dispuso hacer extensivos los servicios que prestan los institutos para el depósito de valores, y se incluyeron como usuarios también de esos servicios a las entidades financieras del exterior y a otras instituciones de su misma naturaleza. Igualmente, las reformas dispusieron, por así considerarlo conveniente, permitir que los valores que dichos institutos reciban en depósito se puedan mantener tanto en entidades bancarias del exterior, como en otras instituciones de depósito centralizado cuya nacionalidad sea mexicana o extranjera.

En lo que respecta a las casas de bolsa, las reformas a la ley dispusieron que las actividades que les son propias se pueden llevar a cabo con libertad en el mercado externo. Y se regulan también los sistemas automatizados en la contabilidad y registro de las operaciones bursátiles. Igualmente se introdujo la autorización para que las casas de bolsa realicen actividad fiduciaria en lo que respecta a negocios que se vinculen directamente con sus operaciones propias.

La reforma a la *Ley del Mercado de Valores* de julio de 1993 también permite la operación de compra de acciones por parte de las propias sociedades emisoras (incluso casas de bolsa) previendo que se realicen con cargo a su propio capital social. En relación con las acciones que no tienen derecho a voto y aquellas de voto restringido, el objetivo es unificar criterios. Así, al igual que en bancos y sociedades controladoras, y tomando como base la legislación de las inversiones extranjeras, se estableció un límite de 25% del capital social, consi-

derando que para este tipo de acciones, específicamente las casas de bolsa y especialistas bursátiles pueden emitir sólo acciones de serie "L".

Finalmente, en las reformas importantes a la LMV se propuso que los consejos de administración de las bolsas de valores se integraran de manera paritaria, *i. e.* que el número de consejeros que representen a las casas de bolsa y especialistas bursátiles no rebase 50% del total, mientras que el restante 50% debe estar integrado por consejeros, siendo personas de reconocido prestigio profesional y que no desempeñen puestos en entidades financieras.

Las reformas a la ley financiera emprendidas en los dos paquetes financieros enviados por el ejecutivo CSG al legislativo para su aprobación, se dirigieron a acelerar el proceso de liberalización del SFM, y en concreto el MV. Es decir, se permitió la participación del inversionista extranjero en este mercado y se permitió al nacional invertir en mercados internacionales, y se dió paso al fomento de la autorregulación, en congruencia con la definición y disminución del espacio público en las actividades financieras.

La reforma relativa al Mercado de Valores de México se dio bajo presión de las tendencias mundiales, so pretexto cargado de una simplicidad suprema que evitó o llevó a vacíos importantes para prever las consecuencias de la liberalización acelerada de la BMV. La autorregulación y el manejo de la información privilegiada sólo se dictaron como una necesidad informativa para construir una imagen sana del mercado para atraer al inversionista extranjero, pero no evitó filtraciones importantes de la información privilegiada. Esto quedó de manifiesto cuando ocurrió la devaluación de 1994.

#### *v. Las reformas a la Ley Financiera de diciembre de 1993*

Tomando como consideración base que los servicios financieros no están excluidos de la apertura de la globalización económica, y con objeto de considerar un régimen general que serviría de base para la instrumentación del Tratado de Libre Comercio, así como para futuras liberalizaciones que se negocien a través de otros tratados, en diciembre de 1993<sup>49</sup> se aprobaron diversas modificaciones a la ley financiera. Sin embargo, nuevamente la reforma financiera muestra vacíos importantes de regulación en relación con la inversión extranjera de cartera. En concreto, las reformas de diciembre de 1993 nacieron de la necesidad de

<sup>49</sup> *Diario Oficial de la Federación* del 23 de diciembre de 1993.

acelerar la simplificación de los procedimientos para la inversión extranjera en el marco del advenimiento del TLCAN.

Destaca la adición, en las leyes financieras, de un nuevo capítulo que se aplica a las filiales de las instituciones financieras del exterior, y para adecuar algunas disposiciones internacionales, como se detalla a continuación:

*Ley del Mercado de Valores.* Las reformas a esta ley se centran en disposiciones que permiten el acceso directo de intermediarios financieros del exterior a nuestro país, y se destaca la adición de un nuevo capítulo a esta ley: *el Tercero bis*, que prevé un régimen general que sirva de base para la instrumentación del TLCAN, así como para futuras liberalizaciones que se negocien a través de otros tratados. Esta disposición abre la posibilidad para que intermediarios financieros del exterior, constituido por los países con los que México haya celebrado tratados internacionales en los que se permita el establecimiento de filiales, puedan prestar servicios financieros en territorio nacional. Las filiales se consideran sociedades constituidas en México, tienen personalidad jurídica propia y están sujetas a la jurisdicción mexicana, por ello, salvo cuando exista una disposición especial en el tratado internacional o en este capítulo, los intermediarios financieros del exterior se regirán, por las disposiciones contenidas en las leyes financieras de México.

*Ley de Instituciones de Crédito y Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.* Las nuevas disposiciones a esta ley implican la ampliación del objeto social de las instituciones de crédito, el avance en la desregulación de ciertas actividades, una mayor regulación para proteger los recursos del público inversionista (dentro de la cual se prevé la fijación de los regímenes a los que se deberán sujetar los bancos de nueva creación, por ejemplo en sus aportaciones iniciales) y se amplió la cobertura del sistema de información sobre operaciones activas.

La ampliación del objeto social consiste en permitir que las instituciones de crédito celebren operaciones de arrendamiento financiero, y en la liberalización del plazo para la celebración de operaciones de repo. Se desregularon las actividades de los comisionistas, eliminando el requisito de autorización para operar como tales y se previeron las obligaciones de las personas que auxilien a la clientela de las instituciones de crédito al celebrar operaciones bancarias.

Otras disposiciones importantes de las modificaciones a esta ley consisten en el establecimiento de 0.12% del capital neto del sistema bancario como capi-

tal mínimo requerido para constituir un nuevo banco. Y en relación con las sociedades controladoras, se les facultó invertir en títulos representativos de cuando menos 51 % del capital ordinario de entidades financieras del exterior, para que grupos mexicanos cuenten con filiales del exterior en cuyo capital invierta directamente la controladora. Y se estableció también la posibilidad de que un grupo financiero se forme con cuando menos dos de las siguientes entidades financieras: instituciones de banca múltiple, casas de bolsa e instituciones de seguros. La ley prevé que si no se incluyen dos de estas entidades, el grupo deberá contar con tres tipos diferentes de intermediarios financieros, pero que no incluya a las sociedades operadoras de sociedades de inversión.

*Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito (Medidas de aplicación general para las Organizaciones Auxiliares del Crédito y Casas de Cambio).* En relación con este tipo de intermediarios financieros se dispusieron medidas generales tendientes a brindar mayor seguridad al inversionista. Así por ejemplo, en relación con la convertibilidad de ciertos títulos por acciones, se dispuso que la emisión de obligaciones subordinadas y demás títulos de crédito en serie o en masa deben ser convertibles a capital, y tener la obligación de dictaminar las emisiones por una sociedad calificadora de valores. Asimismo destaca la disposición de prohibir la emisión de acciones preferentes o de voto limitado.

También se definió la responsabilidad de la Organizaciones Auxiliares de Crédito y de las instancias jurídicas. Respecto a esto, se derogó el artículo que consideraba de solvencia acreditada a las organizaciones auxiliares de crédito, quedando en su lugar uno genérico que señala que el gobierno federal y las entidades de la Administración Pública no podrán responsabilizarse ni garantizar el resultado de las operaciones que realicen. El público inversionista cuenta con las mismas instancias jurídicas de esta organizaciones, que deberán proteger sus derechos sobre cualquier irregularidad. Para asimilar su régimen al de las Organizaciones Auxiliares de Crédito destaca el permiso a la inversión extranjera en casas de cambio, con previa autorización de la SHCP.

Finalmente, en relación con la desregulación, se dispuso ampliar las facultades y funciones de la CNB para amonestar, o en su caso vetar a los funcionarios y empleados de las organizaciones auxiliares y casas de cambio que incurran en

infracciones graves a la ley que las regula. Esto último y en general las reformas a las funciones de las comisiones supervisoras del SFM constituye parte de la necesidad y exigencia del inversionista (principalmente el extranjero) para la protección y garantías de su inversión, que se dictó en toda la reforma financiera.

*vi. Ajustes y Reglamentación Financiera en 1994*

Muchas disposiciones de la reforma de 1993 entraron en vigor durante 1994, por lo que en este año se continuaron dictando diversas disposiciones y adecuaciones al marco regulador del sector financiero en el ámbito ya no de reformas a la ley, sino en el de las reglamentaciones y ajustes para precisar y clarificar diversas disposiciones de la reforma legal, y con el supuesto objetivo de continuar la consolidación del proceso de refinición del sector financiero mexicano.

Así, durante 1994 destacan ciertos ajustes: aquellos tendientes a simplificar los requisitos de autorización en ciertas operaciones de la banca múltiple; igualmente se realizaron diversas modificaciones al régimen que aplicaba las operaciones de reporto de las casas de bolsa para uniformarlo al de las instituciones de crédito; también se definieron los límites permisibles para las variaciones derivadas de la cotización de la moneda nacional respecto a otras para proteger el capital de las Casas de Bolsa.

A pesar de que este año se caracterizó por adversos acontecimientos políticos y sociales, el modelo de liberalización se continuó y en abril de 1994 se publicaron las Reglas para el Establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior, y se creó el Comité de Apertura Financiera. En junio del mismo año se adecuaron las reglas para la colocación de los valores gubernamentales, tales como los requisitos de participación en subastas de colocación primaria y las reglas de propiedad de los títulos en la Banca central hasta que el postor pague el precio correspondiente de los valores. En julio se publicaron las disposiciones relativas al establecimiento de oficinas de representación de casas de bolsa del exterior. En octubre, en el marco de la instrumentación del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), se autorizó a las casas de bolsa realizar operaciones de compraventa de contado de divisas contra moneda nacional, y de compraventa al contado y a futuro de divisas contra divisas, teniendo como contraparte sólo a las instituciones de crédito, casas de cambio y entidades financieras del exterior. Finalmente, destaca en noviembre de 1994 la autorización del Banco de México para establecer un mercado extrabursátil de futuros

sobre tasas de interés nominales y sobre el Índice Nacional de Precios al Consumidor.<sup>50</sup>

c. Ajustes a la Ley Financiera en los primeros meses de 1995

Finalmente debe destacarse que otros ajustes importantes a la Ley Financiera tuvieron lugar en los primeros meses de 1995 bajo el mismo modelo. Algunos de ellos derivados de las experiencias negativas de la crisis financiera nacional de fines de 1994. En general, durante estos meses se continuaron definiendo los porcentajes del capital ordinario aplicables a los accionistas mexicanos, extranjeros y a los diferentes tipos de instituciones financieras.

Conviene precisar los ajustes a las disposiciones de la Ley Financiera hacia los primeros meses de 1995 en relación con los límites que precisa para la adquisición de acciones por parte de los inversionistas extranjeros, según la institución o sector financiero.<sup>51-52</sup>

*Instituciones de Crédito, Casas de Bolsa y Grupos Financieros.*

Los extranjeros pueden tener la propiedad de 49% de las acciones de estas instituciones. El límite individual es de 20%.

*Instituciones Financieras Extranjeras Propietarias de las Subsidiarias Extranjeras de Grupos Filiales, Bancos Comerciales y Casas de Bolsa.* Pueden tener la propiedad de 51% del capital de las nuevas subsidiarias.

*Filiales de Instituciones Financieras Extranjeras en el Capital Total de Bancos Comerciales, Casas de Bolsa, Compañías de Seguros y de Fianzas:*<sup>53</sup>

El Banco Comercial Filial Individual tiene un límite de 1.5% de la Banca Comercial Total. Toda la Banca Comercial Filial tiene el límite de 8% de la Banca Comercial Total.

<sup>50</sup> Banco de México, *Informe Anual 1994*, México, Banxico, pp. 87-88.

<sup>51</sup> Este resumen no incluye las series de acciones A, B, C ni L definidas en los ajustes para cada tipo de participante en el control accionario de las diferentes instituciones financieras. Para observarlas, ver las adendas del 15 de febrero de 1995 a la LIC y a la LMV. Las series A son adquiridas por mexicanos, serie B por extranjeros, serie C ya no son requeridas. Serie L representa "capital neutro." Ver resumen sobre disposiciones de series en Banco de México, *The Mexican Economy*, México, Banco de México, 1995, p. 180.

<sup>52</sup> Banco de México, *The Mexican Economy*, op. cit., p. 180.

<sup>53</sup> Banco de México (1995), *ibid.*, p. 176-177.



La Casa de Bolsa Filial Individual se limita al 4% del total de las Casas de Bolsa en México. El límite para el capital neto total de las Casas de Bolsa Filiales se dispuso en 10% del total de las Casas de Bolsa en México.

Para las Compañías Aseguradoras Filiales Individuales el límite de propiedad es 1.0% de la solvencia bruta total de las compañías aseguradoras en México. El límite para todas las Compañías Aseguradoras Filiales es 6% de todas las Compañías Aseguradoras en México.

El límite agregado para el total de las Empresas de Factoraje y Arrendamiento es 10% del capital total de estas instituciones en México.

Se aprecia la autorización a una mayor participación extranjera en el SFM, aunque el sector bancario continúa muy protegido.

En los primeros meses de 1995 también destaca la autorización de las operaciones de los mercados de tipo de cambio en relación con los futuros del peso frente al dólar americano y las opciones de dólares. El Departamento de Planeación de la BMV diseñó su plan de trabajo para la instrumentación del mercado de opciones y futuros en tres etapas, comenzando por la operación de futuros sobre el dólar americano, en segundo lugar se previó operar el contrato a futuro del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa, y en tercero la negociación de las acciones individuales e índices accionarios, así como los futuros sobre las tasas de interés.<sup>54</sup>

#### d. La Reforma para dotar de autonomía al Banco Central

Una de las reformas financieras que no debe dejar de mencionarse porque constituyó un paso importante de la liberalización fue la aprobación de la autonomía del Banco de México. Ésta tuvo su origen en la iniciativa presidencial del 17 de mayo de 1993, enviada al Congreso de la Unión para su aprobación, en la que se propuso reformar el Artículo 28 constitucional. La reforma a los Artículos 73 y 123 también de la Constitución acompañaron la iniciativa presidencial, respecto a los que se requería ajustarlos para adecuar las facultades del Congreso Federal para legislar en materia del banco central y la intermediación de los servicios financieros y otras disposiciones relativas al régimen laboral de los empleados del Banco de México en lo aplicable a las dependencias y entidades de la Admi-

---

<sup>54</sup> Bernardo González Arechiga, "Creación del Mercado de Opciones y Futuros en México", *El Mercado de Valores*, México, BMV, núm. 6, junio de 1995, pp. 42-43.

nistración Pública Federal.<sup>55</sup> La reforma constitucional fue aprobada y publicada en el *DOF* el 20 de agosto de 1993.

El texto constitucional en el Artículo 28 constitucional reformado, dispone:<sup>56</sup>

El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.

No constituyen monopolios las funciones que el Estado ejerza de manera exclusiva, a través del banco central en las áreas estratégicas de acuñación de moneda y emisión de billetes. El banco central, en los términos que establezcan las leyes y con la intervención que corresponda a las autoridades competentes, regulará los cambios, así como la intermediación y los servicios financieros, contando con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer a su observancia. La conducción del banco estará a cargo de personas cuya designación será hecha por el presidente de la república con aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso.<sup>57</sup>

Por su parte, la reforma a la Ley del Banco de México aprobada por el Senado el 14 de diciembre de 1993 manifiesta la intención del gobierno mexicano de sostener "la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional y el sano desarrollo del sistema financiero y de pagos."<sup>58</sup> El inmovilismo del Banco de México antes, durante y con posteridad a la devaluación del peso fue por tanto un incumplimiento grave al mandato constitucional.

La ley fijó el límite máximo de recursos que el Banco de México (Banxico) puede prestar al gobierno federal, éste es el equivalente a 1.5% de las erogaciones previstas en el *Presupuesto de Egresos de la Federación*. Los recursos se

<sup>55</sup> El proceso de aprobación de las reformas toma un tiempo de tres a cuatro meses. Si es aprobada por la Cámara de Diputados, en segunda instancia debe ser aprobada por el Senado de la República. Si aquí se ratifica, se somete a votación en el Congreso Federal y finalmente se debe poner a consideración de los congresos de los estados de la república por ser reforma constitucional.

<sup>56</sup> Publicado en el *Diario Oficial de la Federación* del 20 de agosto de 1993.

<sup>57</sup> *Constitución Política de los E.U.M.*, México, Berbera Editores, 1994, Art. 28, p. 39.

<sup>58</sup> Citado en Banamex, "Autonomía del Banco Central", *Examen de la Situación Económica de México*, México, Grupo Financiero Banamex-Accival, enero 1994, p. 30.

destinan sólo para compensar los desequilibrios transitorios entre los ingresos y egresos, y el banco puede decidir si el gobierno puede hacer uso de ellos.<sup>59</sup> Este límite se puede rebasar para atender el servicio de la deuda interna.

En otras disposiciones importantes la Ley del Banxico establece que este banco podrá imponer restricciones a las operaciones activas y pasivas de las instituciones de crédito, casas de bolsa, casas de cambio y grupos financieros que impliquen riesgos cambiarios. Banxico puede compensar el incremento de circulante por adquisición de divisas (esterilización de flujos externos) mediante la colocación o emisión de valores del gobierno federal. El encaje legal no puede exceder 20% de los pasivos para las instituciones de crédito y 50% en el caso de fideicomisos, mandatos o comisiones (excepto del gobierno federal). En relación con el objetivo del buen funcionamiento del SFM la ley no especifica ningún criterio de supervisión por parte del banco.

En relación con la administración del banco se establece que estará a cargo de una junta de gobierno integrada por cinco miembros: el gobernador que preside y cuatro subgobernadores elegidos por el Senado previa elección del ejecutivo. El gobernador es designado por el presidente de entre los miembros de la junta, y debe ser confirmado por el Senado. Los periodos de mandatos son de seis años para el gobernador y de ocho para los miembros de la junta, pudiendo ser nombrados más de una vez. El gobernador debe comenzar su mandato al comienzo del cuarto año de calendario de cada periodo presidencial.<sup>60</sup>

El veredicto aprobatorio del Senado sobre la ley fija la entrada en vigor el 1 de abril de 1994, y para coincidir la calendarización de la junta con los periodos sexenales de gobierno se especifica que el periodo del primer gobernador será de tres años (vence el 31 de diciembre de 1997). Finalmente, Banxico tendrá la obligación de rendir cuentas de sus funciones al gobierno y público en general. Deberá enviar al ejecutivo y al Congreso en enero de cada año los objetivos de la política monetaria que seguirá en el año, y en abril informará sobre el ejercicio precedente.<sup>61</sup>

Así, la autonomía del Banco de México consistió en un paso obligado de la reforma para inducir la liberalización y la menor presencia estatal en la conducción del crédito. Sin embargo, cabe resaltar que ésta autonomía está definida

---

<sup>59</sup> *Ibid.*, p. 30.

<sup>60</sup> Contenido de la ley resumido en *Examen de la Situación Económica de México*, (enero 1994), *op. cit.*, pp. 30-35.

<sup>61</sup> *Ibid.*

dentro de un marco de excesivo énfasis al mercado, por lo que la banca central, por ejemplo, "no interviene" en el mercado (como en el caso de la paridad del peso mexicano) y pierde así sus facultades de defender "la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional y el sano desarrollo del sistema financiero y de pagos", como manda la Constitución. Además, la autonomía es muy relativa porque está condicionada a muchas cláusulas que afirman el poder presidencial sobre el gobernador del Banco de México. Finalmente, la autonomía es realmente inmaterial porque con la firma del TLCAN México cedió importantes espacios para definir sus políticas económicas autónomamente. Este es principalmente el caso de la política monetaria, que con el inmovilismo para proteger la divisa nacional subordina la economía nacional a la política monetaria de EU, *e.g.* no se puede aislar a la economía de los problemas cíclicos de la finanzas en Estados Unidos. En resumen, la autonomía de la banca central propició una disminución en el control de la política monetaria nacional, lo que atenta contra la posibilidad de materializar la estabilidad económica y un desarrollo equilibrado.

## V. CONDICIONES MACROECONÓMICAS PARA ACOMPAÑAR LA REFORMA DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO

En afinidad con la conclusión del apartado anterior, cabe resaltar que, acertadamente, Pedro Aspe señalaba que las reformas legales financieras en sí no son suficientes para alentar el proceso ahorro-inversión y para desarrollar el SFM, pues son necesarias ciertas condiciones macroeconómicas, pues de otra manera la reforma financiera puede tener efectos negativos a los esperados. En otras palabras, los planes económico y financiero deben darse a la par y complementarse. Aspe resume la experiencia mexicana en 10 principios importantes respecto a esta importante complementación:<sup>62</sup>

1. Antes de proceder a la liberalización financiera, debe lograrse un avance considerable en la estabilización de la economía, sobre todo en lo referente al ajuste de las finanzas públicas.

<sup>62</sup> Pedro Aspe Armella (1993), pp. 92-94.

2. La liberalización financiera debe ir más allá de la mera liberalización de las tasas de interés y de la eliminación de controles cuantitativos sobre el crédito.
3. La calendarización y la secuencia son importantes.
4. No experimentar con el sistema financiero.
5. Una mayor liberalización e innovación financiera debe ir acompañada por mecanismos eficaces de supervisión.
6. El sistema financiero debe ser financieramente sano al momento de la liberalización.
7. Los intermediarios financieros deben estar separados de sus clientes industriales y comerciales.
8. Antes de abrir el sector financiero a la competencia internacional es aconsejable dar tiempo a las instituciones nacionales para que se familiaricen con las condiciones de una mayor competencia interna.
9. Una vez terminado el proceso de liberalización, el siguiente paso es tender hacia la banca universal.
10. Es esencial recordar que la reforma de las instituciones financieras debe tener un fuerte impacto social.

Indudablemente, esas guías para los procesos de liberalización y desregulación financieras (LDF) están bien y deberían ser seguidas por los gobiernos de las naciones en desarrollo en la definición e implantación de sus políticas de liberalización y desregulación. Pero paradójicamente estas no fueron debidamente aplicadas en México. De hecho, estas normas revelan que los procesos de liberalización y desregulación en México no fueron bien emprendidas. La estabilización no fue firmemente fortalecida cuando comenzó la liberalización financiera y la estabilización alcanzada fue frágil y artificial porque se basaba en la contención de los salarios y la sobrevaluación del peso. Además, la economía presentó síntomas de serios desequilibrios en el sector externo desde el inicio del gobierno salinista. Más aún, la liberalización financiera no parece haber seguido un plan bien pensado y oportuno. El examen de los procesos de desregulación y liberalización de México más bien revela que se emprendieron de una manera heurística. Sólo de esa manera se puede explicar por qué, por ejemplo, las reformas financieras de la banca requirieron varios cambios legales, cada una de las cuales ajustaron las resoluciones legales anteriores. En realidad, al contrario de las recomendaciones señaladas arriba, el sistema financiero parece haber sido sujeto a experimentos, aún si ellas no fueron intencionalmente instrumentadas.

También se implantaron las políticas de liberalización y desregulación sin contar previamente con instituciones financieramente sanas y competitivas. Tanto la banca como la bolsa de valores tenían vicios del "pasado" o imperfecciones debido a las propias imperfecciones y segmentaciones económicas y sociales presentes en México. Igualmente, no se establecieron mecanismos adecuados de control y la supervisión fue inexistente porque el gobierno fue incapaz de detectar y prevenir las fallas del sector bancario; y se falló en la construcción de los mecanismos para controlar la inversión especulativa y prevenir retiros de pánico de las inversiones en el mercado de valores. La debilidad de los sistemas bancarios, debido al exceso en los préstamos que realizaron, también revela que los bancos privatizados han cometido excesos y han sido mal administrados. En suma, los procesos de liberalización y desregulación financiera (LDF) en México fueron rápidos y llevaron a profundos cambios en sus instituciones financieras y mercados. Sin embargo, éstos no procedieron de un plan bien pensado, y sobretodo fueron instrumentados en un contexto de economía desbalanceada y de insuficientes vínculos con el sector real. Así, aunque la intermediación financiera, particularmente bursátil, creció significativamente y reveló su alto potencial para apoyar las inversiones nacionales y el crecimiento económico, la LDF también condujo a algunos "efectos perversos"<sup>63</sup> incluyendo retiros masivos de las inversiones de portafolio, lo que contribuyó a la actual crisis a partir de la devaluación de 1994 que hasta ahora afecta el desarrollo de México.

Por tanto, de la experiencia mexicana se puede concluir que en adición a las condiciones macroeconómicas señaladas arriba, la LDF requiere que la estabilización y el equilibrio económico sean firmemente alcanzados, sin la artificialidad de la represión a los salarios mediante "pactos sociales". El sector externo debe balancearse y el tipo de cambio debe estar igualmente en equilibrio. La sobrevaluación y su uso como mecanismo de control de la inflación deben ser evitados. También las políticas de ajuste y de desregulación y liberalización financiera no deben subordinarse a intereses políticos personales y de grupos de poder. Y más importante que todo, los procesos de LDF deben ser fortalecidos promoviendo fuertes vínculos entre la actividad financiera y las inversiones en el sector real. Posibilidad que, además, tendría un gran alcance social en contraposición a las tendencias concentradoras del ingreso y de pérdida alarmante del

<sup>63</sup> Sobre este tema ver Robert Rollinat, "Perverse Effects of Globalization in the Latin American Financial Framework", en Dilip K. Ghosh y Edgar Ortiz, *The Global Structure of Financial Markets*, Londres, Routledge, 1997.

espacio público propiciadas por el liberalismo económico a ultranza. Finalmente, la desregulación financiera en sí misma no debe considerarse la panacea para lograr el desarrollo nacional. Desde el punto de vista de la AP deben considerarse además los peligros de una fe ciega en el mercado y en la iniciativa privada, porque esta estrategia aleja al Estado y a la administración pública de los intereses nacionales.

## VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

A partir de 1989 en México se inició un acelerado proceso de desregulación financiera que responde a los planteamientos teóricos de la liberalización financiera. Centralmente se impulsó un mayor crecimiento del sector financiero mediante la apertura externa para promover o afectar los niveles más altos del ahorro y la inversión. Bajo estos objetivos el SFM pasó de un sistema restrictivo que prevaleció desde la posguerra hasta la década de 1970, a otro más liberalizado de 1982 a 1995. Este proceso, que fue centralmente inducido mediante la instrumentación de un proceso de desregulación financiera, en una primera etapa fue emprendido de una manera suave de 1982 a 1988, pero fue demasiado acelerado durante el gobierno de CSG, periodo durante el que varios paquetes de reformas financieras fueron enviados por el ejecutivo al Congreso para su aprobación; lo que finalmente se autorizó sin ninguna oposición.

En la evolución de las reformas financieras emprendidas en México, se puede conocer que en el pasado se emprendieron otras menos profundas, como las de mediados de la década de 1970, cuando se autorizó la banca múltiple y la nueva Ley del Mercado de Valores, y la de fines de esa misma década, cuando surgieron los CETES que marcó el inicio del desarrollo del mercado de dinero, pero no fueron tan radicales como las que tuvieron lugar de 1989 a 1994. De hecho, durante el periodo gubernamental de CSG se reformuló toda la ley financiera provocando una clara reorientación del papel del SFM. Ante todo sucedió una disminución del espacio público en favor del espacio privado. Centralmente se dotó a los diferentes intermediarios financieros de más autonomía y autorregulación y de nuevos ordenamientos legales y reglas de supervisión y control. La reforma a la ley financiera también provocó la eliminación de las leyes que inhibían la inversión externa en el sector financiero nacional. Estos cambios legales no tienen precedentes en la historia financiera de México.

Como consecuencia de la desregulación financiera en México, efectivamente se afectó la operación de los intermediarios financieros y en especial el Mercado de Valores. En concreto, las reformas a la Ley de este mercado alentaron centralmente su autorregulación y la innovación financiera para el fomento a la apertura externa, y se crearon reordenamientos de vigilancia y supervisión, esencialmente para un mejor manejo de la información privilegiada. En el proceso de desregulación del MV se avizoró su potencial para hacer posible la integración financiera nacional al escenario internacional a fin de atraer importantes cantidades de inversión externa para la inversión nacional, y de esta manera constituir formas de financiamiento supuestamente sanas. Con lo que se pretendió dejar atrás las formas de financiamiento tradicionales. Sin embargo, el mercado no estuvo correctamente inducido para desarrollar su potencial; su papel se desvirtuó pues en sus beneficios no tuvo reales alcances con base en una mayor competencia del capital captado, y su captación no se enlazó con la inversión productiva. Si bien hubo un crecimiento importante éste fue de carácter especulativo.

Sin embargo, en todo ese proceso des(re)regulatorio no se incluyen reglas ni procedimientos que permitan un control planeado que asegure la permanencia de los ingresos captados por el SFM y de sus enlaces con la inversión real productiva. Especialmente esta es una laguna regulatoria observada en el Mercado de Capitales, donde efectivamente, como resultado de la desregulación, ocurrió una entrada importante de inversión extranjera. Ante todo, la inversión en este mercado tiene la característica de ser altamente volátil en el mercado de capital. Por lo que se requería un proceso de desregulación que avizorara esta peligrosa tendencia, pero esta falta de previsión fue muy marcada.

Este escenario hizo posible que la modernización financiera inducida mediante un fuerte proceso desregulatorio esté desvirtuada de su principal objetivo: la obtención de recursos para el desarrollo. La reforma del SF con una apertura y desregulación indiscriminadas más bien representaron una camino desesperado para la consecución de recursos financieros para la acumulación del capital privado, por el agotamiento de las fuentes tradicionales de financiamiento, y por lo mismo resultó contraproducente. En resumen, México no debe sustraerse de los procesos de globalización financiera. Sin embargo, la política financiera, incluyendo la LDF, y el financiamiento del desarrollo deben derivarse de una estrategia de largo plazo y fundamentada en el bienestar general.

Confirmando los análisis del capítulo anterior, de las "desordenada" liberalización y desregulación financieras implantadas de 1989 a 1994 resalta el hecho



de que las reformas financieras privilegiaron al inversionista internacional y no dotaron a la Comisión Nacional de Valores de ningún medio para prevenir o combatir embates especulativos del capital nacional o internacional, lo que confirma totalmente lo postulado en la hipótesis de investigación.