

UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA

UNIDAD IZTAPALAPA

✓ **DIVISION DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

TESINA

✓ **APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITAL E INVERSION
EXTRANJERA DE CARTERA EN MEXICO: 1989-1994**

✓ **QUE PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADO EN ECONOMIA
PRESENTO**

✓ **JUVENTINO GERARDO CRUZ MORALES**

MATRICULA: 90223015


ASESOR: DR. ARTURO GUILLEN ROMO

2-VI-98.

México, D.F., mayo de 1998.

INDICE GENERAL

Introducción	1
1. La apertura de la cuenta de capital	3
1.1 La reforma financiera y la renegociación de la deuda	3
1.2 Apertura de la cuenta de capital	8
2. La inversión extranjera de cartera y los flujos de capital en México	11
2.1 Inversión extranjera de cartera	11
2.2 Flujos de capital	17
3. Los indicadores de valuación y la reversión de los flujos	26
3.1 Los indicadores de valuación	26
3.2 Los flujos de capital externo se revierten	32
Consideraciones finales	37
Bibliografía	40

INTRODUCCION

Actualmente la inversión extranjera de cartera o de portafolio se ha convertido en una de las más importantes vías de afluencia de ahorro externo hacia los países en desarrollo. Los cuantiosos flujos se registran como asientos de compra-venta de activos financieros cada vez más diversos.

Los capitales pueden ahora circular globalmente en su forma más abstracta: casi sin metales, sin dinero y sin papeles. Sus movimientos quedan registrados tan sólo en segundos, pues viajan a través de satélites que enlazan a los mercados financieros las 24 horas del día.

Para el gobierno de Salinas de Gortari la captación de ahorro externo constituyó uno de los elementos más importantes de su estrategia económica. En nuestro país la entrada de capital extranjero vía inversión en cartera se inicia en 1989 y se intensifica de 1991 a 1993; para luego, a mediados de 1994 iniciarse la reversión de los flujos y sumir al país en una severa crisis financiera.

El propósito de este trabajo es explorar las condiciones nacionales e internacionales en medio de las cuales se genera la apertura de la cuenta de capital. Veremos como una exagerada afluencia de ahorro externo ocasionó la apreciación real del peso, financiando un déficit creciente de cuenta corriente y lesionando a los pequeños y medianos productores. Por último nos ocuparemos de la reversión de los flujos de capital, misma que se inicia a mediados de 1994 y sumerge al país a una severa crisis financiera, que se ha convertido en económica y política.

El trabajo abarca el periodo 1989-1994 y se divide en tres capítulos. En el primero hablamos sobre la apertura de la cuenta de capital, dando al inicio del mismo la lógica del gobierno mexicano para la relajación de dicho rubro. Vemos como este proceso es un fenómeno mundial y una exigencia de las nuevas condiciones impuestas por la globalización y por los avances en computación y comunicaciones.

En el segundo capítulo analizamos primeramente que es la inversión extranjera de cartera, como se divide y de que depende; así como los diferentes instrumentos de captación de ahorro externo, existentes tanto antes de la publicación, en mayo de 1989, del *Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión*

Extranjera (RLIE), como los que se crearon para este propósito. Para después, describir como arriban los capitales a nuestro país, tanto en monto como en condiciones, y en este sentido cabe destacar que el flujo exagerado de capitales que llegó a nuestro país no lo hizo tan sólo por las medidas puestas en práctica por el gobierno de México, en ello también influyeron la política monetaria y la situación económica de los Estados Unidos, así como las desregulaciones de este país, que permitieron a los inversionistas institucionales incorporar títulos extranjeros en sus carteras.

En el tercer capítulo, estudiamos los efectos de la exagerada afluencia de capitales a nuestro país, analizando primeramente su efecto en el tipo de cambio real, ya que la política económica (antiinflacionaria) y cambiaria seguida por el gobierno mexicano, ocasionaron la apreciación real del peso, lo que condujo entre otras cosas a un déficit creciente de cuenta corriente. Un tipo de cambio sobrevaluado lesionó a los productores nacionales tanto pequeños como medianos, quienes en su gran mayoría no pudieron reconvertirse y ganar la carrera a la apreciación, ya que ésta abarataba artificialmente las importaciones y encarecía las exportaciones.

Por último, y en este mismo capítulo, hablamos sobre la reversión de los flujos, poniendo especial atención al comportamiento seguido por los inversionistas extranjeros comparado con el de los inversionistas nacionales; donde podemos ver que los primeros se comportaron de manera menos especulativa que los propios nacionales y que los errores de política económica del gobierno mexicano fueron el detonador para la fuga de capitales, ya de por sí de naturaleza volátil.

CAPITULO I

LA APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITAL

1.1 La reforma financiera y la renegociación de la deuda

Con el inicio de la administración de Carlos Salinas de Gortari, el 1º de diciembre de 1988, dio inicio una etapa de profundos cambios, en casi todos los ámbitos de la vida económica del país. La nueva administración se abocó a controlar la inflación, a recuperar el crecimiento y a sanear las bases para la modernización de la economía, a través de la instauración de un conjunto de medidas que generaran un ambiente de confianza y promovieran el desempeño de las actividades productivas .

En el ámbito interno, las principales medidas puestas en práctica para alcanzar esos objetivos fueron : la continuación del proceso de saneamiento de las finanzas públicas vía el control del gasto y el aumento en los ingresos derivados de la adecuación del sistema impositivo, así como la revisión de los precios de los bienes y servicios del sector público, una menor participación del Estado en la economía, tanto a nivel propietario como agente regulador del mercado, mediante la venta de empresas paraestatales y la adopción de diversas acciones en materia de desreglamentación y el manejo de una política económica congruente con la concertación de un acuerdo antiinflacionario (el Pacto).

En el aspecto externo destaca la apertura comercial, la renegociación de la deuda externa orientada a mejorar las finanzas públicas y a reducir la transferencia de recursos al exterior ; una mayor integración internacional, producto de la firma de acuerdos comerciales y convenios de cooperación con diversos países y bloques económicos, y a una mayor apertura a la inversión extranjera a través de la publicación del *Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera* (RLIE) en mayo de 1989.¹

En diciembre de 1987 el gobierno había anunciado el surgimiento del Pacto, proyecto que consolidó y amplió Salinas : un trato entre el gobierno, las compañías privadas y los sindicatos, para estabilizar la economía combinando una mayor moderación en las

¹ Jorge Amigo Castañeda. “ Evolución Reciente de la Inversión Extranjera Directa en México”, en: *Inversión Extranjera Directa*, BANAMEX, México, 1991. p. 48

políticas fiscales y monetarias, respaldada con controles de salarios y precios, y la congelación por casi un año (marzo-diciembre de 1988) del tipo de cambio con el dólar. Después se adoptó un tipo de cambio con deslizamiento predeterminado.

Por otro lado en la medida que la inflación era controlada, la sensación de éxito de la política económica instrumentada se fortalecía, y su control se constituyó en un objetivo prioritario para el gobierno de Salinas.

Así la reforma del Estado emprendida por Salinas, buscaba hacer de éste un Estado más eficiente, menos propietario y más capaz de satisfacer las demandas de la población. En búsqueda del logro de tales objetivos se estableció una nueva política de financiamiento del desarrollo, la cual en teoría debía orientarse principalmente, y en palabras del entonces Secretario de Hacienda y Crédito Público, Pedro Aspe "... a incrementar la generación y captación del ahorro interno, tanto público como privado, ya que sólo así se tendrían los recursos suficientes para ser canalizados hacia la inversión productiva. De esta manera, los recursos provenientes del exterior constituyen tan sólo un complemento del ahorro generado al interior de nuestra economía".²

Al mismo tiempo que en nuestro país se llevaban a cabo serias y numerosas transformaciones, la economía mundial estaba y está en pleno proceso de globalización, proceso que aunado a los avances notables en computación y comunicaciones han revolucionado la forma de trabajar y de hacer negocios. En este contexto era imperante que la economía mexicana y, por tanto, su sector financiero se adecuara a las nuevas circunstancias de la economía internacional, en un proceso dinámico.

Así la modernización financiera, como parte de la reforma del Estado, era un requisito indispensable, en la reconversión de la economía nacional, dada la importancia de dicho sector en la movilización de recursos, imprescindibles para el desarrollo nacional, y que hacen necesario que su canalización sea eficiente y acorde a las nuevas circunstancias internacionales.

Recordemos que el sistema financiero se define como el conjunto de leyes, reglamentos, organismos e instituciones cuyo objetivo es canalizar en forma eficiente los

² Guillermo Ortíz Martínez, *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, México, FCE. 1994.p. 8

recursos monetarios de la economía, en forma de ahorro, inversión y financiamiento, dentro de un marco legal de referencia.

La búsqueda de un sistema financiero más moderno y eficiente, indujo al gobierno mexicano a realizar una serie de reformas, tanto a nivel institucional y regulatorio al interior del sistema, como en la modificación de las estructuras jurídicas y administrativas de los distintos intermediarios.

En palabras de Guillermo Ortiz ³, la reforma financiera debía cumplir con dos objetivos básicos.

1. - Acrecentar la generación de ahorro nacional, en cantidad suficiente y canalizarlo de forma oportuna, para alcanzar los niveles de crecimiento deseados.
2. - El sistema financiero debe ser: amplio, diversificado y sobre todo moderno; capaz de apoyar y promover la productividad y competitividad de la economía nacional; para que su inserción a la economía mundial sea eficiente, programada y no impuesta por circunstancias externas.

En síntesis la reforma financiera se orientó básicamente a liberalizar las operaciones de los intermediarios financieros, modernizar y crear nuevos instrumentos y agentes, emprender la apertura gradual hacia la competencia externa y elevar el ahorro interno. Dentro de los cambios de mayor trascendencia podemos ubicar la sustitución del encaje legal por un coeficiente de liquidez, con lo que la banca privada dejó de ser el prestamista obligado del sector público y pudo canalizar el crédito hacia el sector privado.

La reforma financiera, según Arturo Guillén ⁴, ha pasado por tres etapas.

- i) Previa a la desincorporación de los bancos comerciales. Se modificó el modelo regulador basado en tasas de interés fijadas por las autoridades y en cajones de crédito; liberándose así las tasas de interés y los plazos para estimular la competencia, se permitió el pago de intereses en las cuentas de cheques y se autorizó a los bancos a fondear recursos mediante la emisión de aceptaciones bancarias; se sustituyó el encaje legal por un coeficiente de liquidez, con lo que la banca pudo canalizar el crédito hacia el sector

³ *Ibid.*, pp. 36-37

⁴ Véase Arturo Guillén R., "El Sistema Financiero y la Recuperación de la Economía Mexicana", en: *Comercio Exterior*, Vol. 44, No. 12, México, diciembre 1994.

privado, posteriormente dicho coeficiente de liquidez se sustituyó por operaciones en el mercado abierto.

- ii) Corresponde a la reprivatización de la banca, cambiándose el marco regulatorio de los bancos y del mercado de valores a fin de adecuarlo a las nuevas condiciones de privatización y liberación y preparar al sistema financiero para la futura apertura al capital externo; estableciéndose las bases para la formación de grupos financieros y una banca universal; se alentó la participación minoritaria de inversionistas extranjeros.
- iii) Iniciada con la firma del Tratado de Libre Comercio de America del Norte (TLCAN), se caracteriza por la apertura gradual del sector financiero al capital foráneo. Se otorgó oficialmente la autonomía al Banco de México, para que éste maneje con mayor libertad las políticas monetaria y financiera, y de esta manera dar mayor confianza a los inversionistas extranjeros, sobre la prioridad que se da a la estabilización de la economía.

El arribo de inversión extranjera de cartera a nuestro país, una vez iniciada la reforma financiera, tuvo un gran impulso con la renegociación de la deuda externa. En julio de 1989 el gobierno mexicano inició pláticas con el fin de renegociar 48,500 millones de dólares, es decir, casi dos tercios de la deuda pública externa total. Dicha renegociación estuvo enmarcada en el esquema Brady, cuyo fin consistía en reducir tanto el principal de la deuda como el pago de los intereses. A principios de 1990 concluyeron las negociaciones con los bancos comerciales; el acuerdo redujo modestamente la carga de la deuda, pero influyó positivamente en las expectativas de los inversionistas tanto nacionales como extranjeros, de tal suerte que se redujeron las presiones en el mercado cambiario y bajaron las tasas de interés. Como puede observarse en el Cuadro 1, donde el costo promedio de los fondos pasa de 44.61% en 1989 a 37.07% en 1990, tendencia a la baja que se mantendría hasta 1994.

En conjunto, la instrumentación de los cambios estructurales y financieros trajo consigo el reconocimiento y apoyo tanto de los gobiernos industrializados como de los organismos financieros internacionales. Apoyo puesto de manifiesto en las negociaciones del TLCAN.

CUADRO I			
Tasas de interés e inversión extranjera			
de cartera (millones de dólares)			
AÑO	Ti mex %	Ti eu %	IEC
1989	44.61	10.92	351
1990	37.07	10.01	3,370
1991	22.56	8.46	12,753
1992	18.78	6.25	18041
1993	18.56	6.00	28919
1994	15.50	7.14	8182

Fuente: Estadísticas financieras Internacionales, FMI, enero 1997, e Informe Anual del Banco de México, 1995.

Donde: Ti mex = Tasa de interés promedio en México
 Ti eu = Tasa de interés promedio en Estados Unidos
 IEC = Inversión Extranjera de Cartera

La renegociación de la deuda permitió a México regresar al mercado voluntario de capitales a mediados de 1989, coincidiendo con el descenso de la tasa de interés en los Estados Unidos, así como con el inicio de las negociaciones de lo que hoy conocemos como el TLCAN. La renegociación hizo posible un notable flujo de capitales extranjeros al país, en forma de créditos netos y de una cuantiosa inversión extranjera, orientada en su mayoría a la especulación bursátil y a la obtención de ganancias altas y seguras, más que a la producción directa de bienes y servicios, es decir en su mayoría inversión extranjera en cartera y no inversión extranjera directa.

A partir de entonces y hasta 1993 el flujo de capital externo, fundamentalmente inversión en cartera, contribuyó a que el problema de la deuda pública externa fuera relegado temporalmente. Dicha inversión incluyó importantes emisiones del sector público bajo la forma de pagarés a corto y mediano plazo, colocados en el exterior y en moneda extranjera. Tal flujo de capitales muy pronto se tornó en necesidad para el país y para el modelo seguido por el gobierno mexicano.

1.2 Apertura de la cuenta de capital

“La historia contemporánea de los movimientos internacionales de capital y su relación con el financiamiento de los desequilibrios de balance de pagos comienza con la conferencia de Bretton Woods, antes de finalizar la segunda guerra mundial”.⁵

Los acuerdos de Bretton Woods pretendían sentar las bases, para la posguerra, de un régimen de relaciones económicas internacionales eficaz para el desarrollo de la economía mundial. El organismo más novedoso e importante surgido de Bretton Woods fue sin duda el Fondo Monetario Internacional (FMI). El acuerdo constitutivo del FMI establecía, entre sus principales objetivos, el de contribuir a la vigencia de condiciones propicias para el pleno empleo, mediante el crecimiento no inflacionario de la economía y el crecimiento del comercio mundial, apoyado en un sistema multilateral de pagos internacionales y fuertes restricciones a la libertad de cambios.

El cuarto de siglo que siguió a la segunda guerra mundial es el periodo de tiempo más prolongado de crecimiento con estabilidad⁶. Junto con la producción y el comercio, crecía la acumulación de excedentes financieros y se desarrollaban los mercados de capital, tanto nacionales -de los países centrales, por su puesto- como internacionales.

A medida que aumentaba la dimensión de los mercados financieros, crecían las tensiones sobre diversos eslabones de los sistemas que los regulaban. Y un eslabón que paradójicamente se iba debilitando era el propio dólar, sobre el cual se asentaba todo el régimen concertado en Bretton Woods.

Desde comienzos de los años sesenta venían surgiendo mercados financieros que ofrecían ser no sólo paraísos fiscales, sino también paraísos de capital anónimo, desregulados y sin control de autoridades monetarias nacionales. Entre esos mercados comenzaron a destacarse los llamados “euromercados”, los cuales ofrecían mayor interés, y no exigían identificación ni aplicaban regulación de pasivos y activos.

⁵ Benjamin Hopenhayn., “Movimientos de Capital y Financiamiento Externo” en: *Revista de la CEPAL*. ONU, Santiago de Chile, No. 55, 1995, p. 80

⁶ En los países industrializados se presentaba una tasa media de crecimiento del producto cercana al 5% acumulativo, con una expansión del comercio internacional del orden del 8% y tasas de inflación entre el 2-3%. Véase *Ibidem*.

Estos euromercados atraían capitales de muchos lugares y de muy distintos agentes, entre ellos de los grandes bancos norteamericanos, lo cual para el gobierno de los Estados Unidos representaba una fuga de recursos, y pugnaba por disciplinar tales movimientos.

El resultado de estas tensiones y de los cambios que ocurrían en la esfera de la producción y del comercio, llevó a presiones devaluatorias y especulativas contra el dólar, finalmente se suprimió la convertibilidad del dólar a oro y se devaluó. Se pasó entonces de una época de paridades fijas o semifijas a otra de paridades flexibles. En los países centrales se abría un ciclo de grandes desequilibrios externos, de estancamiento con inflación; que se extendió hasta comienzos de los años ochenta.

Por otra parte, a partir de 1973 se volcaron hacia América Latina los enormes excedentes provocados por el incremento en los precios del petróleo, los petrodólares multiplicaron así los capitales líquidos internacionales.

En México, los descubrimientos de petróleo a fines de los setenta, seguidos por la segunda explosión de los precios de la OPEP en 1979, dieron lugar a una fuerte expansión fiscal, al mismo tiempo que los bancos trataban de reciclar los sobrantes de la OPEP, las tasas de interés reales en los mercados internacionales de capital caían repentinamente a números negativos; mientras que la fuerte expansión fiscal fomentada por la explosión de los ingresos petroleros impulsó la tasa de crecimiento en nuestro país.

Paralelamente al explosivo aumento de los fondos de circulación internacional la computación y las comunicaciones iban revolucionando la forma de trabajar y de hacer negocios en todo el mundo. Junto con todos los fenómenos anteriores se fue produciendo en el mundo una gradual desregulación de las cuentas de capital que controlaban los movimientos de divisas a través de las fronteras. Dicha liberalización en los movimientos de capitales es prácticamente completa en casi todas las economías de mercado.

“... las principales causas del extraordinario crecimiento y acelerada integración global de los mercados de capital internacionales como sistema en la historia reciente de la económica mundial son básicamente: i) la rápida acumulación de excedentes en el primer cuarto de siglo de la posguerra; ii) el derrumbe del “muro” de Bretton Woods y el desmantelamiento generalizado de controles de cambio y otros impedimentos a los

movimientos de capitales entre naciones de economía de mercado; y iii) los avances tecnológicos en la informática y al computación”.⁷

Por su parte, en México el gobierno de Salinas, buscando ampliar las fuentes de financiamiento tomaba medidas tendientes a incentivar y facilitar los movimientos internacionales de capital hacia nuestro país. Así el *Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera* (RLIE), publicado en mayo de 1989, flexibilizó de forma notable las condiciones para el arribo de la inversión extranjera en el mercado accionario. En noviembre de 1991 se derogó formalmente el control de cambios de 1982, eliminando el registro de los movimientos internacionales de capital. En ese mismo año se dio la apertura del mercado de valores gubernamentales a la inversión extranjera de cartera.

El proceso de modernización financiera, tuvo un fuerte impulso a finales de 1989, cuando fueron aprobadas por el Congreso de la Unión varias iniciativas de Ley, conocidas como el “Paquete Financiero”, que permitieron avanzar en el desarrollo institucional del sistema y actualizar el marco jurídico que define su estructura. Dentro de este paquete, también se reformó la *Ley del Mercado de Valores*, con el objeto de brindar mejores condiciones que favorecieran una mayor participación de nuestros intermediarios en el exterior.

“Los propósitos del “paquete financiero” eran: disminuir la regulación excesiva y mejorar la supervisión del sistema en su conjunto; reconocer y regular sin excesos a los nuevos intermediarios e instrumentos; fomentar la capitalización de los intermediarios y el aprovechamiento de economías de escala, y promover una mejor cobertura de mercados y mayor competencia entre intermediarios. En síntesis, fomentar un sistema financiero más eficiente y moderno”.⁸

Estas medidas aunadas a la imagen favorable con que contaba el país, propiciaron a partir de 1990 el inicio de la entrada de recursos externos para la inversión en cartera, iniciándose una nueva fase en la relación con la comunidad internacional; el principal canal de financiamiento externo ya no serían los bancos, sino los mercados de valores, el país pasaría de la escasez de recursos de divisas a la abundancia de la noche a la mañana.

⁷ *Ibid.*, p. 87

CAPITULO 2

LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA Y LOS FLUJOS DE CAPITAL EN MEXICO

2.1 Inversión extranjera de cartera

Actualmente la inversión en cartera o de portafolio se ha convertido en una de las más importantes vías de afluencia de capital extranjero hacia los países en desarrollo, incluido México. Circulan diariamente entre 1.3 y 1.4 billones de dólares (millones de millones), que el lenguaje técnico registra como asientos de compra-venta de activos financieros cada vez más diversos, son “productos” financieros; y como sucede en el comercio de bienes físicos, esos productos se hacen cada vez más diferenciados para mantener la competitividad de los “productores” en los mercados de dinero.⁹

Sin duda uno de los mayores problemas a que se enfrenta al gobierno de México es como conseguir los recursos necesarios para financiar los planes de desarrollo; evidentemente dentro de estos planes el ahorro interno debe jugar un papel preponderante, y cualquier estrategia de política económica debe buscar fomentarlo decididamente.

Sin embargo no podemos dejar de lado la importancia del ahorro externo, mismo que siempre ha sido y será necesario para complementar el financiamiento del desarrollo. No podemos eliminarlo, desalentarlo o ignorarlo, pero tampoco se debe fomentar cuando se hace a costa del interno, ya que sólo debe ser un complemento y nunca un sustituto en el financiamiento económico. El pasado reciente nos muestra que no es posible mantener el ahorro externo como fuente principal de financiamiento, al menos no por un largo periodo.

Aunque también nos muestra que “... las causas de cada crisis devaluatoria residen más en las insuficiencias de la política económica que en el papel directo de los flujos de capital del exterior. [...] las experiencias de los últimos decenios parecen enseñar a los

⁸ Guillermo Ortiz Martínez, *Op. Cit.* P. 57

⁹ Este hecho influyó para que el FMI modificara la estructura de presentación de la Balanza de Pagos, a partir de 1995, para que ésta reflejara con mayor precisión el comportamiento de los nuevos instrumentos financieros y su creciente participación en los flujos internacionales de capital. Para una explicación más detallada véase: CEPAL. *Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas, Informe 1996.

inversionistas nacionales que más vale tener cobertura en dólares durante el último año de cada sexenio ...”¹⁰

El ahorro externo puede arribar en forma de inversión extranjera directa, endeudamiento directo o inversión en cartera. Dado que la inversión extranjera de cartera es el tema que nos ocupa, es conveniente analizar como se conforma, como se divide y de que depende:

“La inversión extranjera de cartera se conforma de los flujos de recursos que los residentes externos canalizan al mercado accionario y a la adquisición de valores emitidos por residentes mexicanos, denominados tanto en moneda nacional como en moneda extranjera”¹¹, y se divide entre el mercado de dinero y el mercado de valores.

El primero, inversión extranjera de cartera en el mercado de dinero, responde al diferencial esperado entre las tasas de interés de México y Estados Unidos, la depreciación prevista del tipo de cambio, el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación riesgo país, el nivel promedio de diversificación de los fondos de inversión globales de renta fija y alguna variable de ingreso como el nivel de ahorro mundial o el tamaño de los fondos internacionales.

El segundo, inversión extranjera de cartera en el mercado de valores, responde a la razón precio/utilidad esperada, la depreciación esperada del tipo de cambio, el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación riesgo país, el nivel promedio de diversificación de los fondos de inversión globales de renta variable y alguna variable de ingresos.

Analícemos los elementos:¹²

El diferencial esperado en las tasas de interés

Aunque parezca increíble la inversión no es tan sensible a las variaciones en las tasas de interés, como solemos pensar. La salida de capitales en 1994 es en parte explicada por el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, no totalmente compensada por el incremento en las tasas internas. Sin embargo, un buen monto de los capitales que arriban a México corresponden a los denominados fondos dedicados, cuyos recursos se invierten con ciertas

¹⁰ Jonathan Heath C. “La inversión extranjera de cartera en México”, en: *Comercio Exterior*, Vol. 46. No. 1, México, Enero 1996, p. 34

¹¹ *Informe Anual del Banco de México*, 1995, p. 169

¹² Para lo referente a los determinantes de la Inversión Extranjera de Cartera, puede verse: Jonathan Heath C., *OP. Cit.*

características bien definidas, a veces cambian de un instrumento a otro, sin abandonar el país que los acoge; y su indicador de retorno resulta de la relación precio/utilidad, en vez del diferencial de las tasas.

El tipo de cambio esperado

El tipo de cambio esperado conjuntamente con la tasa de interés determinan el rendimiento esperado por el inversionista, de aquí su importancia. Y es en este elemento donde se puede diferenciar el comportamiento de los inversionistas nacionales y el de los extranjeros con mayor claridad, mismo comportamiento que analizaremos más adelante.

La diversificación

El inversionista busca siempre minimizar las probabilidades de pérdidas, y esto lo logra diversificando su riesgo. Existen en este elemento algunos puntos que convendría señalar: En búsqueda de un mayor rendimiento, los fondos internacionales empezaron a localizar nuevos mercados (incluido México) a inicios de los noventa, dichos flujos aumentaron considerablemente durante varios años sin rebasar cierto principio de diversificación. Sin embargo en 1994, las inversiones en México alcanzaron cuantiosos montos que ya no podían incrementarse con facilidad sin violar dicho principio. Muchos fondos llegaron a su tope permitido y, por tanto, ya no aumentarían más. Lo cual no significaba un cambio en la confianza hacia nuestro país, sino simplemente que los inversionistas tenían ya sus stocks de inversión óptima en México.

Pero la balanza de pagos no se financia con un stock, se debe financiar con un flujo constante de capitales. La inversión en cartera puede representar una fuente importante de financiamiento durante un periodo determinado en que los inversionistas lleguen a su nivel óptimo. De allí en adelante el aumento en las posiciones extranjeras se debe al crecimiento natural del ingreso mundial, pero nunca a las tasas que se registraron en 1991-1993. Fincar la posibilidad de financiar por un tiempo largo la cuenta corriente con ese tipo de capital representó, en consecuencia un claro error.¹³

EL factor riesgo

La última variable que influye en las decisiones de inversión de cartera es el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación de riesgo país. El primero se puede

¹³ *Ibid.*, p. 38

incluir en la tasa de interés, la cual se incrementa ante una situación de mayor riesgo. Los inversionistas buscan diferentes combinaciones de rendimiento y riesgo en una cartera bien diversificada.

Sin embargo la calificación de riesgo país resulta un poco más complicada. Si los inversionistas estiman que su rendimiento esperado, formado por el premio al riesgo, supera a la calificación de riesgo país, harán fluir montos mayores de capital a dicho país, como fue el caso de México en 1991-1993. En dicho periodo a pesar de que agencias calificadoras como la Standard & Poor's y Moody's habían otorgado calificaciones especulativas a México; muchas de las instituciones financieras extranjeras consideraban que se merecía una calificación mejor y convencieron a un buen número de compradores de invertir en el país.

La inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es un fenómeno relativamente reciente, se inicia partir del anuncio del Plan Brady en marzo de 1989 y Fue impulsada considerablemente por el cambio en el RLIE, en mayo del mismo año, el cual permitió un nuevo mecanismo de inversión "neutral" aunque el mismo no fue instrumentado sino hasta noviembre del mismo año.

La principal fuente de flujos de inversión extranjera han sido los fondos de origen estadounidense, que habían sido invertidos en los mercados emergentes de Asia durante los ochenta con una ganancia considerable. Para principios de 1989, muchos de estos mercados (como los de Tailandia, Malasia y Corea) habían alcanzado los niveles cercanos de valuación japoneses (de 30 a 50 veces utilidades y de 3 a 5 veces valor en libros); sin embargo en México, con menos de 10 veces utilidades y abajo del valor en libros y parecían comparativamente baratos.¹⁴

Se debe subrayar la importancia de la campaña de promoción de inversión extranjera hacia el país, que tanto a nivel nacional como en el exterior han realizado las diferentes instituciones encargadas de esta actividad durante los últimos años. En 1989 se constituyó el Comité para la Promoción de la Inversión en México, posteriormente se fundó el Consejo Mexicano de Inversión, encargado de llevar a cabo la promoción en el exterior.

Otro aspecto relevante del nuevo reglamento fue la promoción de la inversión extranjera financiera, al mercado de valores de México. En este sentido, de manera

complementaria al objetivo de lograr una mayor eficiencia en el proceso de determinación de precios de los distintos mercados nacionales y propiciar un ambiente de confianza a los inversionistas mexicanos y extranjeros, las autoridades se abocaron al diseño de nuevos instrumentos financieros para la atracción de capital externo, y a la instrumentación de mecanismos destinados a perfeccionar el funcionamiento de los ya existentes.

En relación con la política económica descrita, el dinamismo en el ingreso de capital foráneo se explica, en parte, por la diversidad de medidas de promoción y fomento a la inversión externa que se dio, y es en este sentido que el repunte en la inversión externa es el resultado de la confianza y la certidumbre que en el inversionista extranjero generó la entrada en operación del RLIE y la publicación posterior de cuatro resoluciones generales por parte de la Comisión Nacional de Inversión Extranjera (CNIE), buscando agilizar los trámites y simplificar los procedimientos administrativos.

El fideicomiso NAFIN de inversión neutra, es un instrumento financiero creado por el RLIE con el objetivo de fomentar un mayor flujo de capitales extranjeros hacia la BMV. consiste en la emisión de acciones que no confieren derechos corporativos a los inversionistas extranjeros, por parte de las empresas que cotizan en la Bolsa. Estas acciones son depositadas en fideicomisos de inversión neutra en instituciones nacionales de crédito, quienes a su vez emiten Certificados de Participación Ordinaria (CPOs), para ser comprados por inversionistas foráneos. Este instrumento permite al inversionista extranjero disfrutar de los derechos patrimoniales invirtiendo en la colocación de American Depository Receipts (ADRs) en bolsas de valores del extranjero. Dicho instrumento entró en operación el 26 de noviembre de 1989. El fideicomiso registró desde sus inicios un comportamiento muy dinámico.¹⁵

Los ADRs son certificados de depósito que se colocan en el extranjero y que conceden únicamente derechos patrimoniales a sus tenedores. Constituyen uno de los principales instrumentos de captación de recursos .

¹⁴ Timothy Heyman. "La inversión extranjera y la Bolsa de Valores en México". *Inversión Extranjera Directa*, BANAMEX, México, 1991. p. 126

¹⁵ *Ibid.* p. 51

Entre los instrumentos anteriores al reglamento, se encuentran : los ADRs, las series B o de libre suscripción exclusivas para extranjeros, depositadas en el Instituto Nacional de Depósito de Valores (INDEVAL), el Fondo México y los Fondos País.

El fondo México es una sociedad de inversión colocada en la Bolsa de Valores de Nueva York y que invierte en el mercado de valores de México.

Los Fondos País, son sociedades de inversión colocadas en las principales Bolsas del mundo que conforman su cartera de valores mexicanos.

EL régimen de inversión neutra constituye el principal elemento en la promoción de inversión extranjera hacia el mercado mexicano de valores, pues conjuntamente con otras medidas, ha hecho posible la creación del Fideicomiso NAFIN y fomentado que empresas que cotizan en la BMV emitan series “B” o de libre suscripción, o bien series especiales de acciones que no otorgan derechos corporativos y que pueden ser adquiridas por extranjeros a través de CPOs que a su vez pueden cotizar en mercados internacionales mediante los ADRs.

2.2 Flujos de Capital

“La participación de México en los mercados internacionales de capital ha seguido una trayectoria de vaivén : de riqueza a pobreza y viceversa. Se pueden distinguir claramente cuatro periodos : a) préstamos internacionales regulares y constantes durante las décadas de los años cincuenta y sesenta ; b) una explosión en el endeudamiento internacional a través de bancos comerciales sindicados desde mediados de los años setenta hasta 1982 ; c) una fuga masiva de capitales, acceso nulo a acreedores privados y uso exclusivo de fuentes oficiales de 1982 a 1990 ; d) regreso masivo de capital que se había fugado, una escasez continua de prestamos sindicados, pero una fuerte expansión de la inversión extranjera directa, las inversiones en cartera y la colocación de bonos”.¹⁶

En México la entrada de capital extranjero vía inversión en cartera se inicia en 1989 y se intensifica de 1991 a 1993. De inicios de 1989 al tercer trimestre de 1994, poco antes del estallido de la crisis financiera nacional, el superávit acumulado de la cuenta de capital de la balanza de pagos fue superior a 115,000 millones de dólares, de los cuales casi 73,000 millones correspondieron a inversión extranjera de cartera.

La captación de ahorro externo constituyó uno de los elementos más importantes de la estrategia económica del gobierno de Salinas, a este respecto la renegociación de la deuda externa, y el descenso de las tasas de interés en E.U., abrieron ese mercado a los títulos mexicanos en ello también fueron importantes las nuevas desregulaciones de ese país, que permitieron a los inversionistas institucionales incorporar títulos extranjeros en sus carteras.

Una vez publicado el *Reglamento de Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera (RLIE)*, en mayo de 1989 -como ya habíamos mencionado-, aunado a la imagen favorable con que contaba México, se dio origen a la entrada de recursos externos para la inversión en cartera, de hecho 1989 es el primer año en que el Banco de México registra Inversión Extranjera de Cartera, reportándonos un ingreso de 351 millones de dólares.

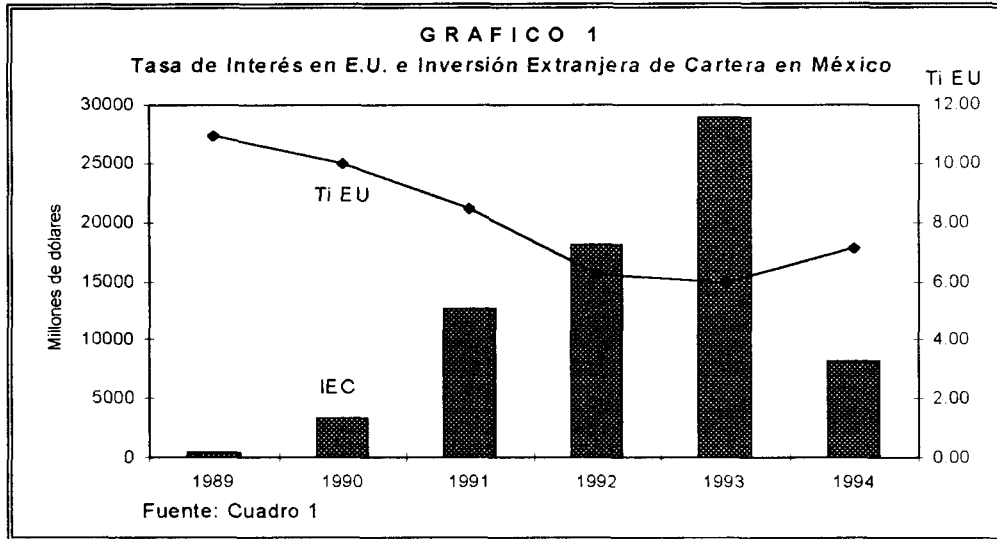
¹⁶ Daniel Oks. y Sweder Van Winbergen. “México despues de la crisis de la deuda: ¿será sostenible el crecimiento?, en: *Economía Mexicana*, Vol. II, No. 1, enero-junio, 1993, p. 65

CUADRO 2					
Balanza de pagos					
(Millones de dólares)					
TRIM	CC	CK	IED	IEC	IET
89 1	-1104.6	-1561.3	750.7	47.2	797.9
89 2	-1209.7	981.5	666.5	100.1	766.6
89 3	-2119.6	2957.7	846	127.5	973.5
89 4	-1570.3	659.3	773.7	218.5	992.2
90 1	-2141.9	830.5	514.3	509.1	1023.4
90 2	-1462	3906	366.1	714.5	1080.6
90 3	-1701.9	1443.1	762.4	546	1308.4
90 4	-1808.1	1983.9	990.4	224.8	1215.2
91 1	-1956.6	7829.1	1871.2	2798.1	4669.3
91 2	-3511.9	5657.7	810.7	3345.8	4156.5
91 3	-4035.6	3052.7	486.5	1698.4	2184.9
91 4	-4284.7	7594.1	1593.1	2028	3621.1
92 1	-5207.4	5788.2	1042.7	3862	4904.7
92 2	-5976.6	7187.2	1180.2	3292.7	4472.9
92 3	-7035.5	6511	1275	5593.2	6868.2
92 4	-6584.8	7055.9	894.9	5262.9	6157.8
93 1	-5661.1	9325.5	1163.7	6460.6	7624.3
93 2	-5742.1	7118.7	954.4	6197.6	7152
93 3	-6569.1	6979.3	550.1	6969.7	7519.8
93 4	-5426.9	9158.7	1720.6	9291.4	11012
94 1	-6781.5	11422.8	3152	8615.8	11767.8
94 2	-7475.8	2727.3	3283.4	1435.7	4719.1
94 3	-7908.4	4145.8	2813.9	3646	6459.9
94 4	-7496.2	-3711.6	1723.2	-5515.3	-3792.1

Fuente: Banco de México

Donde: CC: Cuenta Corriente
 CK: Cuenta de Capital
 IED: Inversión Extranjera Directa
 IEC: Inversión Extranjera de Cartera
 IET: Inversión Extranjera Total

A principios de 1990 se concluyó la renegociación de la deuda externa, impactando positivamente las expectativas de los inversionistas nacionales y extranjeros, además la tasa de interés en los Estados Unidos se mostraba a la baja, hecho que persistiría hasta finales de 1993; el efecto de la baja en la tasa de interés en los Estados Unidos, sobre la inversión extranjera de cartera puede verse en el Gráfico 1. En 1989 la tasa había sido en promedio de 10.92%, para 1990 la tasa había descendido casi un punto al situarse en promedio 10% (véase Cuadro 1). Tales características dieron origen a una entrada de recursos ese año por 3,370 millones de dólares, más de nueve veces la cifra del año anterior.



En 1991 se derogó en México el control de cambios decretado en 1982, al eliminarse el registro de los movimientos internacionales de fondos, único residuo del control cambiario que de hecho se había atenuado conforme convergían los tipos de cambio controlado y libre. Además en ese mismo año se dio la apertura del mercado de valores gubernamentales a la inversión extranjera.

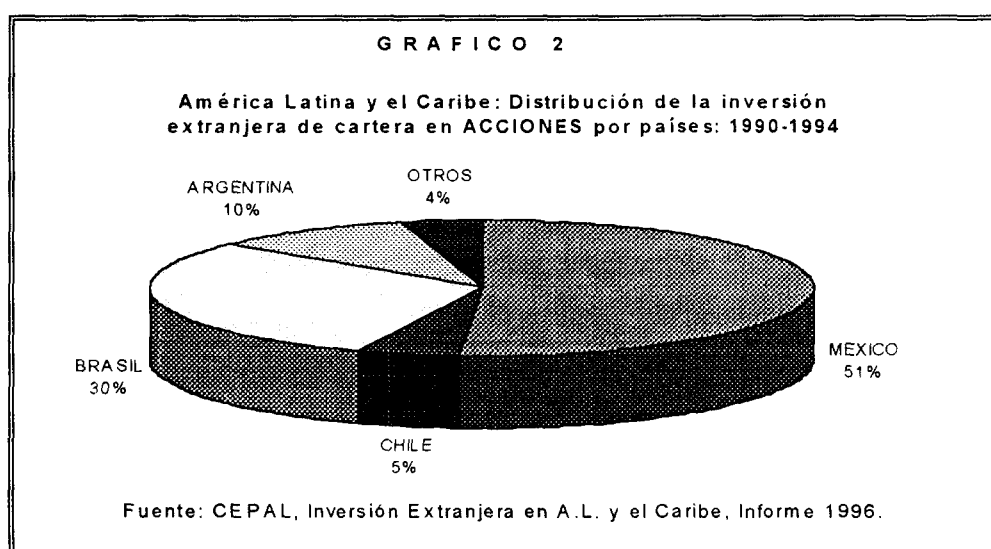
Por su parte en los Estados Unidos la política monetaria y la situación económica, ocasionaron la baja en la tasa de interés, pasando de 9.2% en promedio en el primer trimestre a sólo 7.3% para el cuarto trimestre, es decir una baja de casi dos puntos porcentuales. La tasa de interés durante el año fue en promedio del 8.46%. En tales condiciones, los ingresos vía inversión de cartera a nuestro país para ese año fueron de 12,753 millones de dólares, casi cuatro veces el ingreso del año anterior.

Para 1992, con todas las condiciones favorablemente dadas para el ingreso de los capitales a México, y con una tasa de interés promedio en los Estados Unidos del 6.25%, el flujo de capitales externos a nuestro país fue de 18,041 millones de dólares; mientras el déficit en cuenta corriente se situaba en 24,438.5 millones de dólares.

En 1993, el arribo de capitales a nuestro país fue de 28,919 millones de dólares; tan solo en el cuarto trimestre entraron 9,291.4 millones de dólares. Aquí habría que considerar numerosos aspectos: si consideramos lo planteado líneas arriba en el principio de diversificación, resulta evidente que tal flujo de capitales difícilmente subiría más, por su

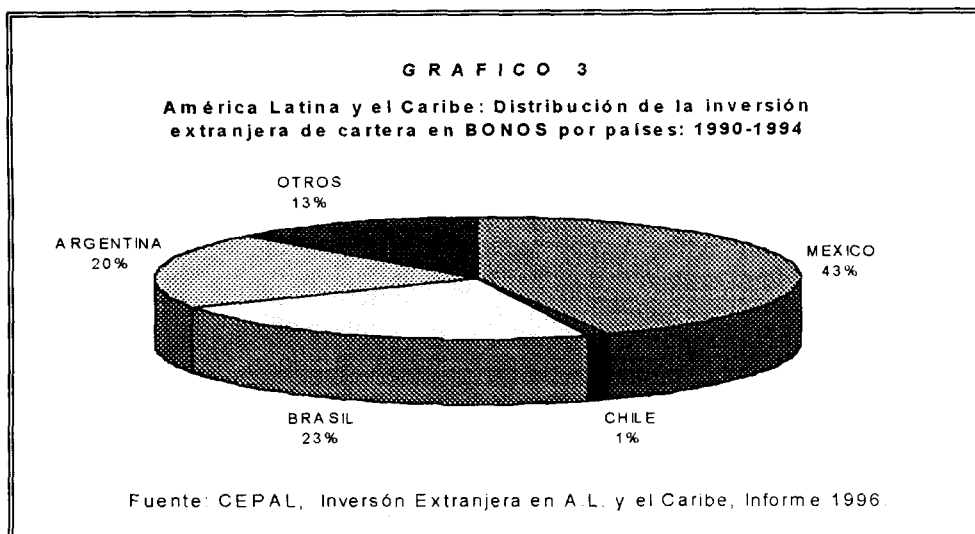
parte el déficit en cuenta corriente se mantiene prácticamente sin variación. Tal situación se antoja insostenible dada la magnitud del déficit respecto al PIB, el cual en ese año sólo crece el 0.6%, o mejor dicho no crece.

Como puede observarse en el Gráfico 2 México recibió del total captado por América Latina y el Caribe de 1990 a 1994 el 51%, del total de la inversión extranjera de cartera en Acciones. Mientras que en el Gráfico 3 puede verse que de la inversión extranjera de cartera en Bonos, México recibió, para el mismo periodo y para la misma región el 43.33%



Ya hemos analizado el impulso que dio la renegociación de la deuda a la entrada masiva de capitales, pero ella misma no disminuyó significativamente "... En rigor, el débito continuó en aumento, pues el servicio respectivo dependió de nuevos prestamos. El saldo de la deuda pública externa pasó de unos 58,900 millones de dólares en 1982 a unos 81,000 millones en 1988. Posteriormente y hasta fines de 1993, dicho monto disminuyó 3% y no se modificó de manera significativa".¹⁷

¹⁷ Julio Goicoechea, "Evolución Reciente del Sector Externo Mexicano", en *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 2, México, Febrero 1996, p. 105



Además hemos dicho que el gobierno de Salinas tomaba medidas tendientes a facilitar el ingreso de capitales a nuestro país, aun los de cartera, con muy buenos resultados. Pero existen otros elementos que hicieron posible tal afluencia de inversión en cartera a México: Se otorgó un rendimiento a corto plazo en bonos de deuda pública mexicana, o sea los Certificados de la Tesorería (Cetes), muy superior al beneficio proporcionado en dólares por los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos (T-Bills). Las diferencias de tasas de interés en términos de dólares, y por ende el tipo de cambio, cobraron especial relevancia para el inversionista extranjero. De ahí que la política cambiaria mexicana haya establecido una paridad en principio fija respecto al dólar, para luego aplicar minidevaluaciones cotidianas de menor envergadura a lo requerido por los elementos macroeconómicos fundamentales.¹⁸

Considerando el diferencial inflacionario entre México y Estados Unidos, se puede estimar que a partir de 1989 se dio una tendencia sobrevaloratoria del peso, sobre todo desde 1990. Coincidente con el crecimiento de las entradas netas de capital. Al permitirse que el peso se sobrevaluara, los inversionistas foráneos obtuvieron ganancias extraordinarias y México logró liquidez externa. La prima de los Cetes frente a los T-Bills, subsistió desde la aprobación del Pacto de Solidaridad Económica en diciembre de 1987 hasta 1993.

¹⁸ *Ibid.*, pp.105-106

“Con el trasfondo de la gran volatilidad latente asociada a la alta liquidez de la inversión en cartera, el capital foráneo obtenía en México intereses más atractivos que en el mercado estadounidense, sin el riesgo inminente de invertir en un país aún clasificado como mercado emergente. En la Bolsa Mexicana de Valores se incrementó notoriamente el múltiplo entre valor bursátil y capital contable, sin que se alterara mucho la relación entre utilidad neta y valor en libros. Por su parte, la banca comercial colocaba en México créditos con una tasa activa hasta tres veces mayor que en Estados Unidos, de suerte que se endeudó en el extranjero para obtener créditos a corto plazo y colocarlos en el mercado nacional; así, incurrió en un riesgo cambiario sin arbitraje aparente”.¹⁹

En 1991, la política monetaria y la situación económica de los Estados Unidos, resultaron en una sensible baja de la tasa de interés de ese país que se prolongaría hasta 1993, generándose el flujo de importantes montos de liquidez a los mercados emergentes. Pero a partir del segundo trimestre de 1994, el cambio en la política monetaria de la Reserva Federal ocasionó la reversión de las tasas y de los flujos de fondos entre los Estados Unidos y los mercados emergentes. Por supuesto, México no fue la excepción y las vivió de manera muy intensa, pues en la fase expansiva México era un destino especialmente atractivo para la inversión en cartera al encontrarse en marcha una creciente integración productiva y comercial con los Estados Unidos, instrumentarse políticas fiscal, monetaria y de ajuste estructural muy bien vistas por la comunidad internacional, existir oportunidades de arbitraje por los amplios diferenciales de tasas de interés y, por motivo de la sobrevaluación cambiaria y de la posición cíclica de la economía, ser las acciones mexicanas muy baratas valuadas en las principales divisas. Se dio, entonces, una gran afluencia de recursos externos a México: la inversión extranjera en cartera sumó más de 65,000 millones de dólares en el cuatrienio 1990-1994. Esta cifra resulta muy alta, independientemente del parámetro de la economía mexicana que se tome en cuenta para ubicarla en términos relativos. Por otro lado, también, cuando subieron las tasas de interés norteamericanas y se revirtieron los flujos, el efecto en México fue particularmente agudo, en esa ocasión agravado por la serias complicaciones políticas vividas durante 1994.

¹⁹ *Ibid.*, p. 107

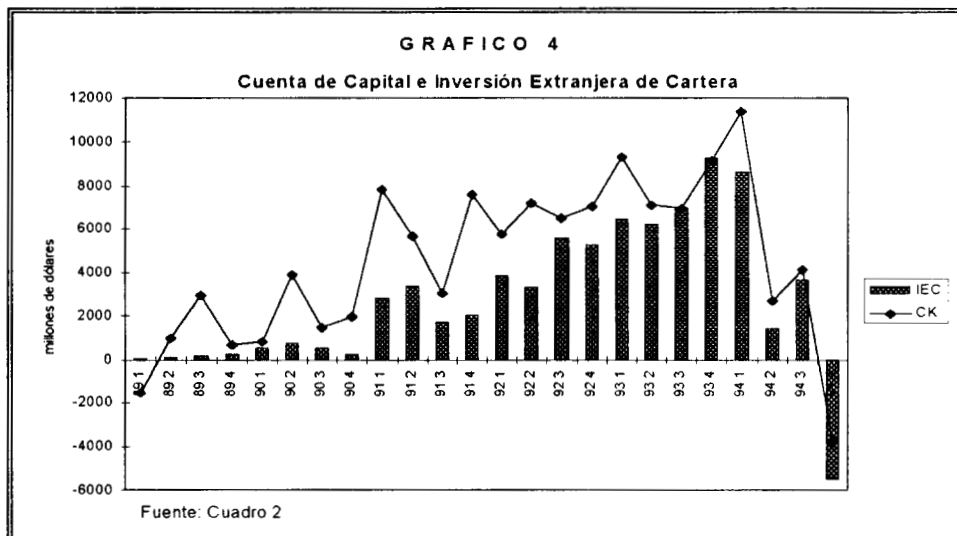
El enorme flujo de capitales que ingresaron a nuestro país de 1990 a 1994 era visto por los responsables de la política económica como un medio para el financiamiento de la indispensable reconversión del aparato productivo y como un voto de confianza en el país. Se pensó que el proceso de modernización y ampliación de la capacidad instalada podría acelerarse y profundizarse mediante la recepción de recursos externos, accediendo por esta vía a una ruta más corta hacia el crecimiento sostenido.

“Sin embargo, la conveniencia de la disponibilidad masiva de financiamiento externo depende, en última instancia, de la capacidad de absorción productiva de los recursos en proyectos rentables privada y socialmente. Desde luego, siempre y cuando el ahorro internacional sea complementario y no sustituto del ahorro interno. La disyuntiva de aprovechar o desperdiciar recursos abundantes no se planteaba por primera vez, pues apenas diez años antes México ya había experimentado un congestionamiento por el exceso de financiamiento externo. Y aun cuando en los noventa la sociedad mexicana hubiese contado con un catálogo de proyectos viables suficientemente amplio como para absorber con fines productivos grandes masas de fondos internacionales, quedaba como punto importante la cuestión de los plazos. El financiamiento de proyectos de larga maduración con recursos de corto plazo expondría a las empresas, en lo particular, y al país, en el agregado, a crisis de liquidez. Peor aún, el empleo de fondos externos por encima de los requisitos financieros implícitos en el catálogo de proyectos viables o la falla de la economía para asignarlos de manera eficiente, expondría a los tomadores de los recursos y al país mismo a una crisis de pagos de mucha mayor profundidad, pues los recursos externos no generarían capacidad de repago”.²⁰

La experiencia de los noventa vendría a mostrar que la economía mexicana aún es incapaz de asignar y utilizar financiamiento abundante, a pesar de que a diferencia de lo ocurrido a fines de los setenta, los fondos fueron asignados por el sector privado

El proceso de apertura de la cuenta de capital en nuestro país fue muy agresivo, y con las nuevas condiciones nacionales e internacionales, el ingreso de capitales vía inversión de cartera fue enorme; explicando casi el 70% del saldo neto de la cuenta de capital entre 1989-1994. Como puede verse en el Gráfico 4.

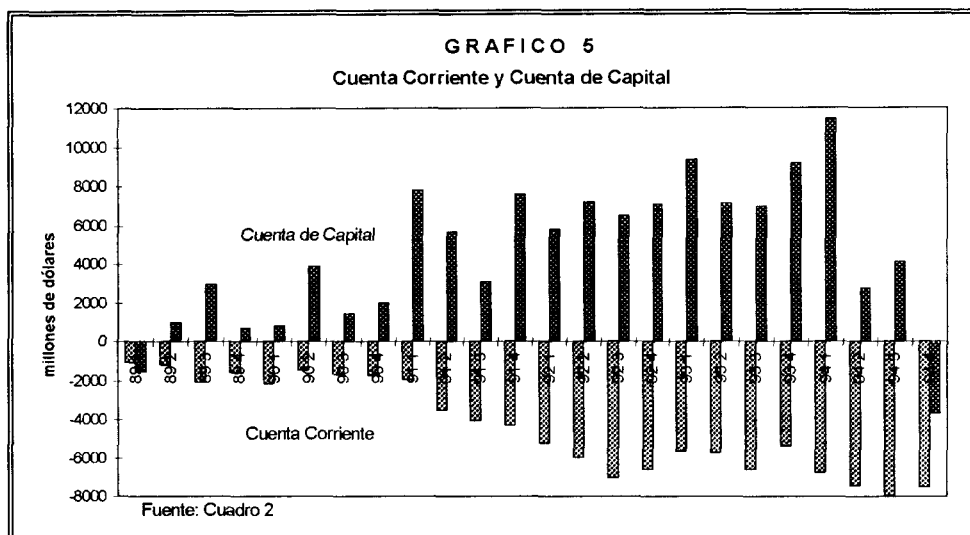
El superávit en la cuenta de capital sólo podía tener dos destinos, el financiamiento del déficit de cuenta corriente o la acumulación de reservas internacionales. Se hicieron ambas cosas, pero principalmente la primera; tratando de aprovechar la oportunidad de que la economía utilizara el ahorro externo para modernizar y ampliar la planta productiva. Con ésto en mente se instrumentó una política económica que canalizó la mayor parte de las entradas netas de fondos a las importaciones.



De esta manera, la disponibilidad de liquidez internacional financió el déficit de cuenta corriente y aumentó significativamente nuestras reservas internacionales hasta 1993. El enorme superávit de cuenta de capital del periodo 1989-1994, se utilizó casi en su totalidad para cubrir un déficit acumulado de cuenta corriente de 105,000 millones de dólares. Poniendo de manifiesto la inexistente conexión entre captación de recursos de cartera y crecimiento en las inversiones productivas, es decir lo que llega vía mercado de valores, nunca se canaliza al financiamiento de la acumulación de capital.

Como puede verse en el Gráfico 5 mientras más crecía el superávit en cuenta de capital, más crecía el déficit de cuenta corriente.

²⁰ Ramón Lecuona. "Reforma estructural, movimientos de capital y comercio exterior en México". en: *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 2, México, pp. 90-91



Dada la magnitud de los flujos, la primera etapa del proceso de transferencia es de auge, aumenta el precio de los activos y los salarios, aumenta el consumo y la inversión, se aprecia el tipo de cambio y se abaratan las importaciones. Esta etapa es de por sí de difícil manejo macroeconómico. Es necesario contener las presiones inflacionarias que se generan en los mercados internos, y estar atentos para prevenir la creación de burbujas financieras que acentúan aún más el movimiento de precios y recursos. Sin embargo, la fase de expansión del ciclo siembra la semilla de la fase de contracción. A medida que crece el déficit de cuenta corriente y se acumulan pasivos externos, la percepción de riesgo país comienza a aumentar y la disponibilidad de fondos externos se reduce, el volumen de transferencias externas disminuye y consecuentemente, los precios y el gasto deben iniciar una trayectoria de vuelta.²¹

²¹ Véase *Ibid.*, p. 91.

CAPITULO 3

LOS INDICADORES DE VALUACION Y LA REVERSION DE LOS FLUJOS

3.1 Los indicadores de valuación

Recordemos cual ha sido la política cambiaria seguida por el gobierno de México.²² Como uno de los efectos de la crisis de la deuda de 1982, el gobierno implantó el 20 de diciembre de dicho año un mercado de cambio doble, mismo que consistía en: 1) un tipo de cambio de mercado controlado que se aplicaba a operaciones concretas equivalentes a un 70% de todas las transacciones comerciales y de pagos; y 2) un tipo de mercado libre que abarcaba el resto de las transacciones.

El tipo de cambio se congela entre marzo y diciembre de 1988, medida que se conoce como el ancla de Pacto de Solidaridad Económica (PSE), A partir de enero de 1989 se inicia con un periodo de deslizamiento de nuestra moneda equivalente a un peso diario, esto acorde con la nueva fase de la política antiinflacionaria conocida como Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE).

A partir del 11 de noviembre de 1991, se introdujo un régimen cambiario más flexible con el cual se suprimieron los requisitos de cesión de divisas y las medidas relativas de control de cambios que originaron el sistema de cambio doble, lo que permitió que el peso fluctuara dentro de una banda de intervención que se ensanchaba diariamente. A partir de octubre de 1992, el límite superior de dicha banda se deslizaba a razón de 0.0004 pesos diarios, mientras que el límite inferior permaneció en 3.0512 pesos. El 20 de diciembre de 1994 aumentó 15% el techo de esa banda, lo que significaba en los hechos una devaluación de ese mismo porcentaje. Dado que el nuevo tipo de cambio no se pudo sostener, el día 22 del mismo mes se adoptó un régimen de flotación. En el marco del nuevo régimen, el peso siguió depreciándose hasta marzo de 1995, a lo cual siguió una recuperación y cierta estabilidad entre junio y septiembre, para descender nuevamente hasta el final del año. En

²² Véase Gutiérrez R. Roberto. "Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano: 1982-1991". en: *Investigación Económica*, No. 197, México, jul.-sep. 1991. / Ricardo Solís Rosales. "La política monetaria de 1995 y 1996: El regreso a la ortodoxia en tiempos de crisis", en: *Economía Teoría y Práctica*, Nueva Época, No. 8, 1997 / *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI, Marzo 1996.

promedio, el tipo de cambio durante 1995 fue de 6.41 pesos por dólar, lo que significaba una devaluación del 83% respecto al valor que tenía el 19 de diciembre del año anterior.

El sistema de flotación implica que el tipo de cambio se fija por las condiciones de oferta y demanda de divisas en el mercado. Dicho sistema se introdujo el 22 de diciembre de 1994, en sustitución de la política de tipo de cambio flotante con trayectoria predeterminada, seguida desde noviembre de 1991 hasta el 19 de diciembre de 1994.

La creciente apreciación real del peso fue compatible con el crecimiento de las exportaciones, porque se concentraron en las grandes empresas multinacionales productoras de bienes intensivos en mano de obra y en las compañías maquiladoras. Por otro lado, la misma revaluación real del peso dificultó la integración nacional de las exportaciones, los proveedores mexicanos, en general, carentes de tecnología competitiva, tomadores de precios de insumos y de costos financieros de naturaleza oligopólica, atrasados en tecnología, organización y sistemas de mercado, no pudieron recuperar los rezagos y ganar la carrera a la apreciación. De esta manera, el abaratamiento relativo de las importaciones incentivo las compras foráneas de componentes intermedios y materias primas y limitó el crecimiento económico. La apreciación real de nuestra moneda también golpeó fuertemente, y por las mismas razones, a empresas que orientadas al mercado interno de consumo fueron incapaces de superar la competencia externa. De esta manera el tipo de cambio que apoyó la consecución del objetivo antiinflacionario, llevó al país a una fase de grandes déficits de cuenta corriente y lento crecimiento del PIB.

Pero veamos como se da este proceso, para lo cual podemos auxiliarnos de los datos contenidos en el Cuadro 3.

Consideraremos como indicadores de valuación solamente a dos elementos ²³: al índice de valuación (IV), y al tipo de cambio nominal teórico (Tn); este último es necesario para obtener el índice de valuación, y equivale, según la doctrina de la paridad del poder adquisitivo (DPPA), al tipo de cambio nominal que prevalecería en un sistema cambiario flexible si éste evolucionara en la misma dirección y con igual magnitud que el índice relativo de precios internos/externos.

²³ Se pueden estimar un mayor número de Indicadores de Valuación, al respecto puede verse a Raúl Morales Castañeda. "México: valuación de la moneda y sostenibilidad del tipo de cambio" en: *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 4, México, Abril 1996.

CUADRO 3					
INDICADORES DE VALUACION DEL PESO MEXICANO					
AÑO	TC	Pi 89 1=100	Pe 89 1=100	Tn	IV
89 1	2.3690	100.00	100.00	2.3690	100.00
89 2	2.4600	104.04	101.59	2.4261	98.62
89 3	2.5510	107.43	102.48	2.4835	97.35
89 4	2.6410	112.34	103.45	2.5725	97.41
90 1	2.7330	123.49	105.22	2.7804	101.73
90 2	2.8178	130.59	106.28	2.9110	103.31
90 3	2.8906	137.48	108.13	3.0118	104.19
90 4	2.9454	145.58	109.90	3.1381	106.54
91 1	2.9810	156.25	110.79	3.3411	112.08
91 2	3.0182	161.90	111.41	3.4428	114.07
91 3	3.0558	166.31	112.29	3.5087	114.82
91 4	3.0710	173.93	113.17	3.6408	118.55
92 1	3.0835	183.36	113.97	3.8113	123.60
92 2	3.1223	188.32	114.94	3.8816	124.32
92 3	3.1163	192.08	115.80	3.9297	126.10
92 4	3.1154	196.91	116.66	3.9989	128.36
93 1	3.0976	203.36	117.62	4.0958	132.22
93 2	3.1212	207.12	118.59	4.1375	132.56
93 3	3.1178	210.47	119.02	4.1893	134.37
93 4	3.1059	213.96	119.88	4.2283	136.14
94 1	3.3598	218.12	120.63	4.2836	127.50
94 2	3.3918	221.48	121.38	4.3226	127.44
94 3	3.4040	224.70	122.46	4.3470	127.70
94 4	5.3250	228.86	122.99	4.4081	82.78

Fuente: Cálculos propios con base en: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI, varios números.

Donde: TC: Tipo de cambio corriente para saldar obligaciones en moneda extranjera, valor al final del periodo.

Pi: Índice de precios internos

Pe: Índice de precios externos (Estados Unidos)

Tn: Tipo de cambio nominal teórico / $T_n = TC_o(P_{in}/P_{en})$

IV: Índice de valuación / $IV_n = T_n/t_n$

Los subíndices especifican el periodo correspondiente de las variables: o, para el periodo base de cálculo; n, para el periodo enésimo.

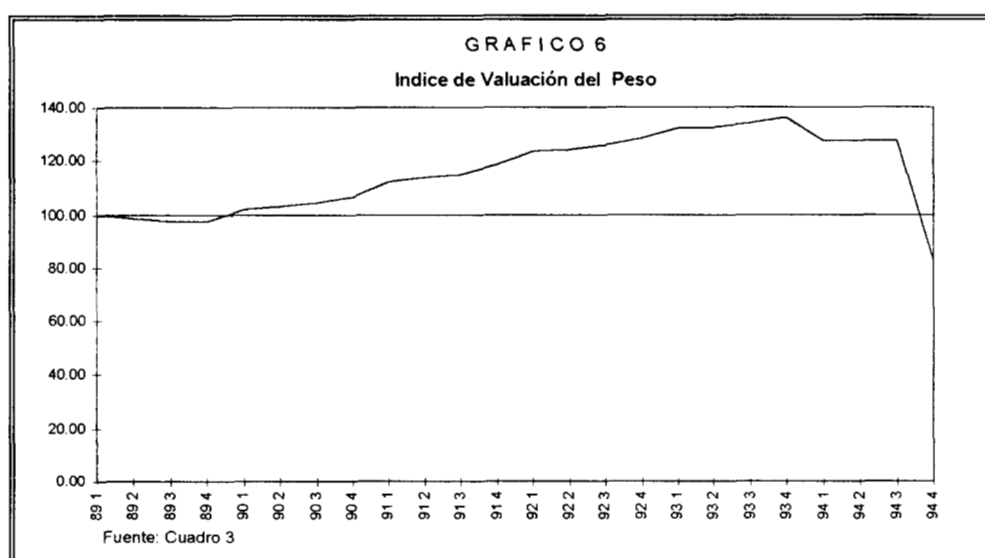
El índice de valuación, por su parte, nos indica si existe sobre o subvaluación, así como su porcentaje. Si éste es mayor que cien ($IV > 100$) el peso estará sobrevaluado, lo que implica que el tipo de cambio teórico es mayor que el vigente y que el índice relativo de precios en el periodo enésimo ha aumentado más que el índice del tipo de cambio nominal vigente respecto del periodo base. Cuando $IV < 100$, la moneda estará subvaluada, lo cual implica que el tipo de cambio teórico es menor que el vigente y que el índice relativo de precios en el periodo enésimo ha aumentado menos que el índice del tipo de cambio nominal vigente respecto del periodo base. En el caso en que $IV = 100$, la moneda estará justivaluada,

lo cual significaría que el índice del tipo de cambio nominal ha evolucionado en el mismo sentido y magnitud que el índice relativo de precios internos/externos.

En resumen, la moneda estará: ²⁴

sobrevaluada	subvaluada
$IV > 100$	$IV < 100$
$T_n > TC$	$T_n < TC$

Veamos lo anterior gráficamente. Podemos iniciar con el Gráfico 6, en donde podemos ver como el peso presentó una tendencia sobrevaloratoria desde inicios de 1990 y hasta comienzos de 1994 (si tomamos como base el primer trimestre de 1989).



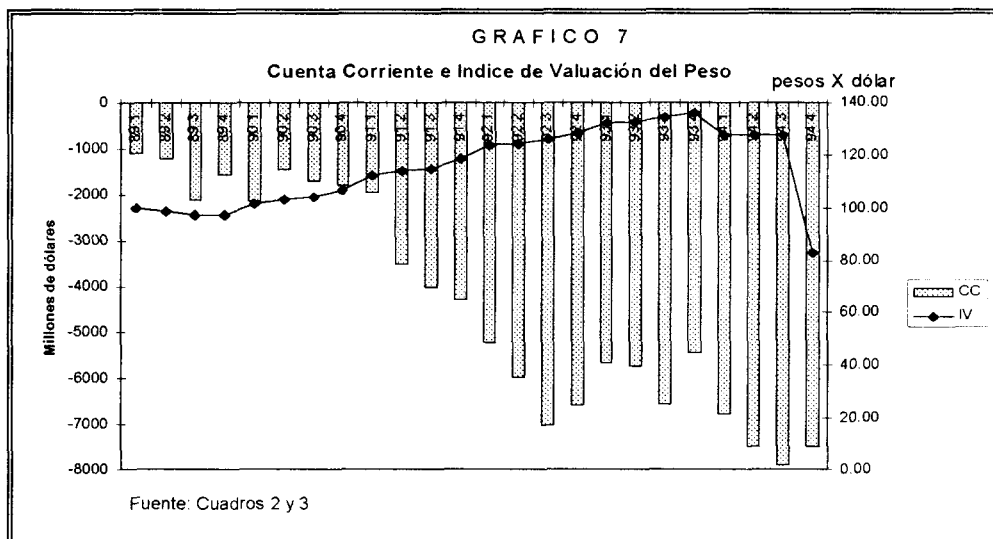
El lento ritmo de depreciación del peso, comparado con las diferencias de inflación entre México y Estados Unidos, hizo que entre 1989 y 1994 se perdiera una ventaja cambiaria de aproximadamente 30%. lo que es equivalente a decir que, si se toma al primer trimestre de 1989 como base, el peso se había sobrevaluado en ese mismo porcentaje. Esta situación se reflejó en un déficit de cuenta corriente de alrededor del 7% del PIB durante el trienio 1992-1994.

²⁴ Debemos hacer notar que el tipo de cambio nominal en el periodo base, es igual al tipo de cambio nominal teórico en el mismo periodo ($t_0 = T_{no}$), por esa razón la elección del año base debe ser cuidadosa. Y por la misma razón el índice de valuación es igual a cien en el periodo cero ($IV_0 = 100$).

A pesar de la pérdida considerable de ventaja cambiaria y del déficit de cuenta corriente, el tipo de cambio fue sostenible y no había presagios, hasta principios de 1994, de una devaluación inminente. Ello se vinculó a una experiencia extraordinaria e inédita en México en materia de entradas voluntarias de capital del exterior.

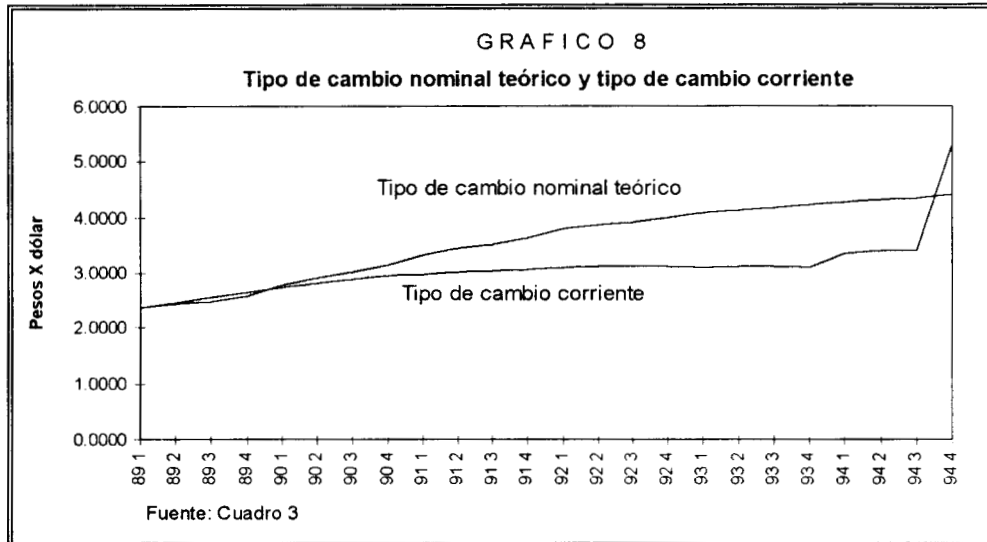
“En gran medida, la pérdida de ventaja [...] fue un simple reflejo de la entrada masiva de capital del exterior. Incluso hubo periodos en los que, si el Banco de México se hubiera abstenido de acumular reservas y hubiese permitido que flotara el peso, éste se habría apreciado, y se habría perdido mucha más ventaja cambiaria. Esta situación dilemática, o se acumulaban reservas de manera voluminosa o se permitía la sobrevaluación del peso y el aumento del déficit de cuenta corriente, perduró hasta el primer trimestre de 1994, en el que continuaron las entradas de capital del exterior. Estas permitieron no sólo cubrir dicho déficit sino también el aumento constante de la reserva de divisas”.²⁵

En el Gráfico 7 se observa claramente como una sobrevaluación de nuestra moneda va acompañada del ensanchamiento del déficit de cuenta corriente.



Resulta interesante comparar el tipo de cambio corriente utilizado para saldar deudas en moneda extranjera con el tipo de cambio nominal teórico; cosa que hacemos en el Gráfico 8, donde podemos observar que a partir de 1990 y hasta finales de 1994 el tipo de cambio

corriente estuvo por debajo del tipo de cambio nominal teórico, es decir, que las minidevaluaciones hechas por el gobierno mexicano no correspondieron al diferencial inflacionario entre México y Estados Unidos.



A pesar de ello la sostenibilidad del tipo de cambio no permitía apreciar con claridad la presencia de una sobrevaluación considerable y condujo al olvido temporal de que la misma no podría permanecer de manera indefinida. El déficit de cuenta corriente era de tal magnitud que el ritmo de endeudamiento anual de los agentes económicos del país frente a los del exterior no podría sostenerse en el mediano y menos aún en el largo plazo.

²⁵ Raúl Morales Castañeda. "La política cambiaria en México 1994-1996". Reporte de Investigación. UAM-A, México, 1997, p. 2

3.2 Los flujos de capital externo se revierten

A la imposibilidad de mantener el ritmo de endeudamiento en el largo plazo se agregaba la posible reversión súbita de los flujos de capital provocada por cualquier factor, incluso por el hecho mismo de que el peso estaba sobrevaluado, pues los capitales venidos del exterior estaban colocados en valores de corto plazo en un mercado secundario, lo que permitiría que su venta fuera rápida.

El asunto de la sobrevaluación, la magnitud del déficit y el ritmo de endeudamiento podría haberse planteado desde que se conocieron las cifras del déficit de cuenta corriente de 1992, y más cuando se conocieron las de 1993, en los dos casos de aproximadamente 24,000 millones de dólares; para 1994 el déficit de cuenta corriente ascendió a casi 30,000 millones. Sin embargo, hasta el primer trimestre de 1994 los capitales fluían hacia México y a fines de febrero las reservas de divisas habían aumentado en más de 4,000 millones de dólares con respecto al último día hábil de diciembre de 1993.

En 1994 se podía esperar algún nerviosismo en los mercados cambiarios, por ser año de elecciones y de cambio de administración en el gobierno federal, así como por el nivel de sobrevaluación alcanzado.

“Tal conjunto de elementos conducía a la inevitabilidad de una depreciación significativa y próxima del peso que, para que se hubiese podido realizar de manera ordenada y sin consecuencias tan acentuadas como las que tuvo finalmente, hubiera requerido del apoyo de reservas secundarias del exterior negociadas con antelación, lograr un flujo continuado de capitales del exterior, si bien en menor medida que las entradas que se habían producido hasta el primer trimestre de 1994, así como ser realizada con un tacto considerable. Algunas de estas condiciones eran difíciles de cumplir y finalmente no se cumplieron por una combinación de factores”.²⁶

A partir de febrero de 1994 la prima de interés ofrecida por los Cetes en relación a los T-Bills no resultaba lo suficientemente alta como para compensar los diferenciales de inflación y el riesgo país, fenómeno que se vio agravado como consecuencia de los cambios en la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos, a partir del segundo trimestre del año; ocasionando la reversión de las tasas y de los flujos de fondos entre dicho

²⁶ *Ibid.* p. 1

país y los mercados emergentes. Una prima negativa indujo a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros a deshacerse de sus Cetes, además las complicaciones políticas vividas durante los primeros meses del año, hicieron que las salidas de capital se multiplicaran.

La agencia calificadora Moody's "... puntualizó en mayo de 1993 que la liberalización del mercado mexicano había atraído un gran monto de capitales, pero ello había dejado al país expuesto al ciclo crediticio, fenómeno común en economías que venían abriendo sus mercados. La agencia consideraba que existía el riesgo de que estos flujos de capital se revirtieran, tal vez como resultado del alto déficit externo. Dicha reversión, se preveía, podría provocar una devaluación con una inestabilidad financiera prolongada y una severa recesión. Señalaba que tal reversión se acompañaría de inflación, sobrecarga del débito externo y elevación del costo de la deuda interna. Asimismo, la declinación de los ingresos fiscales podría revelar una posición fiscal menos favorable que en la etapa inicial del auge de las colocaciones extranjeras en el mercado nacional. La recesión podría ahondarse por pérdidas crediticias en el sistema financiero, que eventualmente requeriría del apoyo gubernamental. Se consideraba que una crisis de esa magnitud podría restar al gobierno posibilidades de administrar su deuda".²⁷

Al pensar que esta secuencia pudiera desencadenarse en México, la Moody's evaluaba la vulnerabilidad de nuestra situación económica, y alertaba a los inversionistas extranjeros, en particular estadounidenses; meses antes del estallido de la crisis mexicana de 1994.

México vivió en 1994, una serie de acontecimientos políticos que darían por resultado un cambio total del panorama cambiario y de entrada de capitales. El primero de ellos, fue el asesinato del candidato del PRI a la presidencia de la República el 23 de marzo, acontecimiento que precipitó una crisis cambiaria inmediata. A partir de su muerte las entradas de capital debidas a la inversión extranjera de cartera disminuyeron hasta volverse negativas (como puede verse en el Cuadro 2).

Por un lapso aproximado de un mes, se dio una fuga significativa de capital, lo que condujo a una disminución de reservas por más de 11,000 millones de dólares. La presión

cambiaría llevó a la elevación del tipo de cambio nominal hasta alcanzar el techo de la banda dentro de la que fluctuaba, nivel que mantuvo de manera aproximada durante la mayor parte de 1994.

La estabilidad cambiaria se recuperó a partir de finales de abril. El nivel de reservas se mantuvo con pocos cambios desde esa fecha hasta finales de octubre, lo que indica que las entradas de capital cubrían el déficit de cuenta corriente.

Nuevas fugas de capitales aunque de menor embergadura se presentaron cuando: 1) se anunció la posible renuncia del doctor Jorge Carpizo, secretario de Gobernación en junio; y 2) con las denuncias realizadas en noviembre, por el entonces Subprocurador Especial de la PGR, Lic. Mario Ruiz Massieu y muy probablemente con la proximidad del cambio de administración.

Por su parte el Banco de México reportaba hasta finales de febrero 29,155 millones de dólares, un nivel alto de reservas; mismas que en teoría, servirían para soportar cualquier presión cambiaria propia del proceso electoral que se aproximaba. Sin embargo las condiciones tanto internacionales como nacionales, y en este sentido la falta de consistencia en la política económica instrumentada, ocasionaron que para el 31 de octubre del mismo año las reservas disminuyeran a 17,242 millones de dólares, y para el 30 de noviembre sólo alcanzarían 12,484 millones. Por si esto fuera poco las tasas de interés se encontraban muy altas y la posibilidad de maniobrar con ellas se había alejado, además se enfrentaba la deuda de corto plazo de los Tesobonos, denominados en dólares y que alcanzaban ya el nivel de las reservas.

Como puede verse en el Cuadro 4, el Banco de México tuvo que intervenir en varias ocasiones en el mercado cambiario, tratando de mantener el tipo de cambio dentro de la banda de flotación establecida; su participación se tornó más necesaria e importante, conforme los capitales salían del país. A este respecto conviene analizar, si los capitales colocados en la Bolsa de Valores eran sacados por extranjeros o por nacionales.

“Cuando aumenta el tipo de cambio esperado, es decir, cuando crecen las probabilidades de una devaluación, los mexicanos responden rápidamente cambiando su capital a dólares. La experiencia de varias devaluaciones repentinas, la conversión forzosa de

²⁷ Eugenia Correa y Ricardo Calvo. “Inversión de cartera y sector externo de la economía mexicana”. en:

depósitos en dólares a pesos y el establecimiento del control de cambios parecen enseñar que primero hay que convertir a dólares y después preguntar. En cambio, los inversionistas extranjeros aprovechan su amplia experiencia internacional para comparar el riesgo con otros países, momentos y circunstancias, para después, con frialdad, tomar su decisión”.²⁸

CUADRO 4		
Reserva Internacional e Intervención Acumulada en el Mercado Cambiario por parte del Banco de México		
(millones de dólares, cifras al final del periodo)		
1994	Res. Int.	Int. Acum.
Enero	26,275	1,415
febrero	29,155	4,180
marzo	24,425	33
abril	17,297	-6,960
mayo	17,142	-6,960
junio	15,998	-7,937
julio	16,161	-9,932
agosto	16,421	-9,957
septiembre	16,140	-9,957
octubre	17,242	-9,957
noviembre	12,484	-13,671
diciembre	6,148	-20,354

Fuente: Banco de México

Donde: Res. Int.: Reservas Internacionales

Int. Acum.: Intervención Acumulada (las cifras negativas indican venta de dólares)

Durante la mayor parte de 1994 los inversionistas extranjeros confiaron en que las autoridades mexicanas respetarían la política cambiaria prevista en el Pacto, mientras numerosos escritos de analistas de instituciones financieras del exterior repetían los argumentos del gobierno mexicano. Sin embargo los inversionistas mexicanos no pensaban de la misma manera, hecho puesto de manifiesto en sus acciones.

Lo anterior se pudo apreciar después del asesinato de Luis Donaldo Colosio, candidato oficialista a la presidencia de la República, ocurrido el 23 de marzo de 1994. En los 30 días posteriores al asesinato las reservas internacionales disminuyeron a casi 11,000 millones de dólares. La tenencia de valores gubernamentales en circulación pasó de 130,252.1 millones de pesos en marzo de 1994 a 108,957.3 millones en abril siguiente, lo

que significó una caída de 21,294.8 millones en un mes, en términos porcentuales una caída del 16.4%. Si analizamos esos movimientos por nacionalidad, tenemos que la tenencia por mexicanos se redujo en 15,806 millones de pesos, mientras que la correspondiente a extranjeros bajó únicamente 5,488.6 millones, a pesar de que el 60% de la tenencia total en marzo estaba en manos de extranjeros.

Hubo una venta masiva de Cetes, tanto por extranjeros como por nacionales. Los primeros disminuyeron su tenencia en 14,912.9 millones de pesos, los segundos en 17,621.8 millones. Sin embargo, la mayoría de los extranjeros vendió Cetes y compró Tesobonos, la tenencia de éstos aumentó 13,646.7 millones de nuevos pesos (4,263.3 millones de dólares), al considerar que el mayor riesgo radicaba en la posibilidad de una devaluación y que con los Tesobonos quedaban protegidos. Los inversionistas nacionales, por su parte, vendieron Cetes sin una compra correlativa de Tesobonos, cuya tenencia aumentó únicamente 6,273 millones de pesos.

Si se analiza el capital extraído durante los primeros once meses del año, y se hace por nacionalidad, se puede observar que los inversionistas extranjeros tuvieron una aportación positiva con 8,280.6 millones de pesos, que al tipo de cambio de noviembre de 3.45, equivalen a 2,400.3 millones de dólares. Con esto en mente resulta difícil argumentar que la volatilidad de la inversión extranjera (entendida como la inversión que proviene de no nacionales), causó la devaluación de diciembre de 1994.

Por su parte los inversionistas nacionales tuvieron como saldo final, en los primeros once meses del año, una reducción de 22,376.7 millones de pesos, equivalentes a 6,486.4 millones de dólares. Si consideramos que las reservas cayeron, en el mismo periodo en 12,066 millones de dólares, se puede decir que más de la mitad de dicha caída, corresponde a la fuga de capitales, alimentada por nacionales, vía venta de valores gubernamentales.

²⁸ Jonathan Heath. *Op. Cit.* p. 36

CONSIDERACIONES FINALES

Sobre la apertura de la cuenta de capital

La libertad de movimientos de capital es una auténtica revolución de la nueva situación internacional, lo que verdaderamente está mundializando la economía a nivel planetario. Dada la magnitud de los flujos de cartera en el mundo, el FMI se vió obligado a modificar, a partir de 1995, la estructura de presentación de la Balanza de Pagos; ello nos habla de la fuerza desestabilizadora de tales movimientos.

Aunque probablemente lo acertado hubiese sido la apertura gradual a los movimientos de capital, la apertura ya se hizo. Ahora es fundamental evitar que grandes entradas o salidas de fondos de corto plazo desestabilicen financieramente al país y dañen la planta productiva.

En el marco de la reforma del Estado, la reforma financiera modernizó y preparó al sistema financiero mexicano para operar en las nuevas condiciones de globalización y competencia. No obstante la rapidez con la que se instrumentó, debilitó los márgenes de seguridad con que operaba dicho sistema, preparando el terreno para la crisis financiera iniciada a finales de 1994.

Sobre la captación de abundantes flujos de capital

Dentro del fenómeno de globalización, lo que resulta en verdad novedoso, es el crecimiento de los movimientos de capital, de dinero que busca dinero. Circulan entre 1.3 y 1.4 billones de dólares cada día por los mercados de cambio, fondos que no corresponden a transacciones de mercancías, ni de servicios, ni, mucho menos, de inversiones productivas.

Atribuir el origen de la crisis financiera y ahora económica y política, a la abundante captación de recursos externos de cartera nos conduciría, sin duda, a una simplificación peligrosa del problema. La lucha por los capitales es un fenómeno cotidiano, que se desarrolla en todos los mercados financieros del mundo, y de la cual no podemos quedar al margen; al menos no sin consecuencias graves, dada la importancia del ahorro externo en el financiamiento del desarrollo.

Por otro lado, históricamente la economía mexicana ha sido incapaz de asignar recursos eficientemente cuando éstos han sido abundantes. Es tan importante la cantidad como la calidad de la asignación del ahorro. Por abundante que sea la disposición de capital, a malas aplicaciones de recursos seguirán crisis financieras y productivas; en este sentido se deben fortalecer los mecanismos de asignación, para que el ahorro tanto interno como externo sea bien utilizado privada y socialmente, generando capacidad de repago.

Sobre el tipo de cambio real y sus efectos

La exagerada afluencia de recursos a nuestro país provocó la creciente apreciación del tipo de cambio real, la cual estuvo acompañada de déficits crecientes de cuenta corriente.

El crecimiento del déficit comercial, puso de manifiesto el viejo problema estructural del sistema productivo mexicano: en condiciones de crecimiento económico, las importaciones crecen a un ritmo superior al del PIB. Este fenómeno se agravó por la apertura comercial y por el efecto, en la demanda agregada, de los crecientes flujos de ahorro externo, indispensables para equilibrar la balanza de pagos.

La sobrevaluación generada en el periodo 1989-1994 condujo a una devaluación súbita y desordenada de nuestra moneda, cuyas consecuencias se acentuaron por diversos factores: bajas reservas internacionales, alto nivel de deuda en dólares y de corto plazo (Tesobonos), y sobre todo por el manejo poco afortunado de las decisiones cambiarias, lo que condujo a adoptar casi de manera obligada un régimen de cambio flotante.

En economías abiertas las empresas requieren de estabilidad de precios en divisas, es decir, se necesita un tipo de cambio real estable. De poco sirve la reducción de la tasa inflacionaria en pesos, si va acompañada del aumento de costos en divisas. Desde luego esto no significa que el control de la inflación no deba ser un objetivo central de la política económica, pero habría que considerar que el uso del tipo de cambio nominal como ancla de precios, trae consigo pérdidas de competitividad, por la apreciación real de la moneda. Lo anterior indica, que mientras nuestra economía no adquiera fortaleza estructural basada en alta productividad, lo conveniente es un tipo de cambio real estable, asociado a una tasa descendente de inflación.

Sobre la reversión de los flujos

No podemos culpar a los inversionistas nacionales y menos aún a los extranjeros por retirar su dinero ante errores de política económica del gobierno mexicano, sobre todo cuando se trata de capitales especulativos.

La crisis financiera de 1994 es una muestra más de las insuficiencias de una perspectiva gubernamental de corto plazo. Si los desordenes en los mercados financieros han afectado a México de una u otra forma, también es cierto que el país ha sufrido la falta de consistencia, voluntad política y programas viables, que nos conduzcan al crecimiento sostenido en el largo plazo. El entonces Secretario de Hacienda, Pedro Aspe, sostenía que una de las condiciones necesarias para el flujo de capitales era precisamente la consistencia de la política macroeconómica; que mientras el gobierno no cometiera algún error serio ni diera virajes, la inversión extranjera de cartera permanecería en nuestro país. Finalmente tenía razón y las inconsistencias a finales de 1994 propiciaron las salidas de capital, primero de los mexicanos y más tarde de los extranjeros; con lo que la devaluación y la adopción de un tipo de cambio flotante se tornaron inevitables.

Lo sucedido en México a finales de 1994 y la experiencia reciente de la llamada crisis de Hong Kong, me llevan a pensar que es necesario algún marco regulatorio para tales movimientos masivos de capital, mismo que no puede ser nacional, ni siquiera regional, deberá ser mundial. No será el viejo patrón oro que regule el intercambio, no será Bretton Woods, pero deberá de hallarse alguna forma de moderar los movimientos a gran escala de recursos de cartera.

BIBLIOGRAFIA

- Amador Zamora, Edgar. "Nuevas tendencias en los flujos internacionales de capital. El caso de la inversión norteamericana" en : *Momento Económico*, No. 54, México, mar.-abr. 1991.
- Amigo Castañeda, Jorge "Evolución reciente de la inversión extranjera directa en México". en: *Inversión Extranjera Directa*, BANAMEX, México, 1991.
- Aspe Armella, Pedro. *El Camino Mexicano de la Transformación Económica*, FCE, México, 1993.
- Borja Martínez, Francisco. *El Nuevo Sistema Financiero Mexicano*, FCE. Col. Polular, No. 449, México, 1991.
- CEPAL. *Inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, ONU, Santiago de Chile, Informe 1995.
- CEPAL. *Inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, ONU, Santiago de Chile. Informe 1996.
- Correa Eugenia y Ricardo Calvo. "Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana", en : *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 4, México, abril 1996.
- Correa, Eugenia. "La política monetaria estadounidense y los mercados emergentes de América Latina" en : *Comercio Exterior*, Vol. 45, No. 12, México, diciembre 1995.
- García, Samuel. "Corrientes de capital y lecciones de la crisis financiera mexicana" en : *Comercio Exterior*, Vol. 45, No. 12, México, diciembre 1995.
- Goicoechea, Julio F. "Construyendo una espiral : la deuda pública externa de México", en: *México Deuda Externa y Alternativas* (Bertha Luján, Comp.), Convergencia de Organismos Civiles por la democracia y otros, México, 1995.
- Goicoechea, Julio F. "Evolución reciente del sector externo mexicano" en : *Comercio Exterior*. Vol. 46, No. 2, México, febrero 1996.
- González, Felipe. "Siete asedios al capitalismo", en: *Nexos*, Año 21, Vol. XXI, No. 243, México, Marzo 1998.
- González Méndez, F. "Desregulación financiera en México" en : *Monetaria*, CEMLA. México, Vol. XVI, No. 2, abr.-jun. 1993.
- Guillén Romo, Arturo. "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana". en: *Comercio Exterior*, Vol. 44, No. 12, México, 1994.
- Gutiérrez R., Roberto. "Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano: 1982-1991". en: *Investigación Económica*, No. 197, México, jul.-sep. 1991.

- Heath C., Jonathan. "La inversión extranjera de cartera en México" en : *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 1, México, enero 1996.
- Heredia García, Emilio. "Desregulación y nuevos instrumentos financieros en México" , en : *Comercio Exterior*, Vol. 45, No. 12, México, diciembre 1995.
- Heyman, Timothy. "La inversión extranjera y la Bolsa de Valores en México". en: *Inversión Extranjera Directa*, BANAMEX, México, 1991.
- Hopenhayn, Benjamin. "Movimientos de capital y financiamiento externo" en : *Revista de la CEPAL*, ONU, Santiago de Chile, No. 55, abril 1995.
- Lecuona, Ramón. "Reforma estructural, movimientos de capital y comercio exterior en México. en : *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 2, México, febrero 1996.
- Lustig, Nora. "El acuerdo firmado por México con sus bancos acreedores", en: *Trimestre Económico* 57 (3), No. 227, julio 1990.
- Manrique Campos, Irma. "Modernización financiera", en : *Momento Económico*, No. 48, México, nov.-dic. 1989.
- Morales Castañeda, Raúl. "La política cambiaria en México 1994-1996", *Reporte de Investigación*, UAM-A, México, 1997.
- Morales Castañeda, Raúl. "México valuación de la moneda y sostenibilidad del tipo de cambio", en: *Comercio Exterior*, Vol. 46, No. 4, México, abril 1996.
- Oks, Daniel y Sweder Van Winbergen. "México después de la crisis de la deuda : ¿Será sostenible el crecimiento?", en : *Economía Mexicana*, Vol. II, No. 1, ene.-jun. 1993.
- Ornelas Bernal, Raúl. "Como recibir al capital extranjero", en: *Momento Económico*, No. 56, México, jul.-ago. 1991.
- Ortiz Martínez, Guillermo. *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria. Una Visión de la Modernización de México*, FCE, México, 1994.
- Sánchez Fuentes, María Luisa. "El nuevo reglamento sobre inversión extranjera" en: *Momento Económico*, No. 45, México, may.-jun. 1989.
- Solís Rosales, Ricardo. "La política monetaria de 1995 y 1996: el regreso a la ortodoxia en tiempos de crisis", en: *Economía Teoría y Práctica*, Nueva Epoca, No. 8, UAM-I, México, 1997.
- Villegas H., Eduardo y Rosa Ma. Ortega O. *El Nuevo Sistema Financiero Mexicano*, Ed. PAC, México, 1994.
- Zepeda Martínez, Mario. "México 1983-1993: la disputa por la reforma de la economía" en : *Momento Económico*, No. 70, México, nov.-dic. 1993.