

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

18

**ACCESO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES
DE CAPITAL Y DESARROLLO DE INSTRUMENTOS
FINANCIEROS: EL CASO DE MEXICO**

Efraín Caro Razú



**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**ACCESO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES
DE CAPITAL Y DESARROLLO DE INSTRUMENTOS
FINANCIEROS: EL CASO DE MEXICO**

Efraín Caro Razú



NACIONES UNIDAS

**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

Santiago de Chile, junio de 1994

LC/L.843
Junio de 1994

Este trabajo fue preparado por el Consultor Sr. Efraín Caro Razú. La edición técnica estuvo a cargo del Sr. Günther Held, Coordinador de la Unidad de Financiamiento y del Proyecto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras en la Transformación Productiva con Equidad".

Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con los de la Organización.

INDICE

| | <i>Página</i> |
|--|---------------|
| Prefacio | 5 |
| INTRODUCCION | 7 |
| I. DETERMINANTES EXTERNOS E INTERNOS EN LA ATRACCION DE CAPITALES | 9 |
| 1. Desaceleración económica y política monetaria de los países industrializados | 9 |
| 2. Reducción de los costos de transacción y mejoramiento de la liquidez de los valores de países en vías de desarrollo | 9 |
| 3. Reestructuración de la deuda pública mexicana | 11 |
| 4. Estabilización macroeconómica | 11 |
| 5. Reforma estructural del sector financiero | 11 |
| 6. Reformas al régimen de inversión extranjera | 13 |
| 7. Incentivos de precio a los flujos de capital en la forma de inversiones internacionales de cartera | 13 |
| II. CUANTIA Y EFECTOS DE LA INVERSION EXTRANJERA EN LA ECONOMIA MEXICANA | 15 |
| 1. Cuantía de los flujos financieros | 15 |
| 2. Operaciones e indicadores bursátiles | 15 |
| 3. Repercusiones de las entradas de capital sobre los intermediarios bursátiles | 17 |
| 4. Transacciones con valores de deuda | 18 |
| 5. La cuestión del endeudamiento externo mediante valores | 19 |
| 6. Efectos monetarios, cambiarios y de balanza de pagos | 19 |
| 7. Efectos sobre el ahorro y la formación de capital | 20 |
| III. CONCLUSIONES | 23 |
| Notas | 25 |
| Anexo A: CARACTERISTICAS DE LOS AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR) | 27 |
| Anexo B: EXPERIENCIA DE LAS EMPRESAS MEXICANAS CON ADR | 29 |
| Anexo C: FONDOS PAIS | 30 |
| Anexo D: MERCADO DE BONOS | 31 |

Prefacio

A mediados de la década de los años ochenta surgió en los países de América Latina y el Caribe un renovado interés por impulsar el desarrollo de sus mercados de capital. Este interés se relaciona principalmente con una de las carencias más significativas de los sistemas financieros de los países de la región: el insuficiente desarrollo de instituciones e instrumentos financieros de captación y canalización de fondos de mediano y largo plazo hacia la inversión.

Con miras a contribuir al análisis de los factores y las políticas que inciden en el desarrollo de los mercados de capital, el proyecto regional conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo" RLA/92/003, encomendó cuatro estudios especializados sobre este tema en 1993. Estos estudios abordaron respectivamente las experiencias de Chile, Ecuador, México y de un grupo de países centroamericanos. El estudio de Chile enfatiza la relación entre los fondos de pensiones, que surgieron con la reforma al sistema de pensiones de 1981, y el acelerado desarrollo que ha experimentado el mercado doméstico de capitales en los años siguientes. El trabajo sobre Ecuador señala los factores que han provocado el estancamiento de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil y las modificaciones macroeconómicas e institucionales que han tenido lugar desde fines de los años ochenta —incluyendo una reciente reforma a la ley del mercado de valores— sobre la base de las cuales se espera el relanzamiento del mercado doméstico de capital en la década del noventa. El estudio sobre México destaca el vigoroso desarrollo de instrumentos financieros y de la institucionalidad financiera doméstica como un requisito decisivo para atraer desde 1990 substanciales fondos externos en la forma de inversiones internacionales de cartera. El trabajo sobre tres países centroamericanos (El Salvador, Guatemala y Honduras) aborda las condiciones y las políticas encaminadas a promover un desarrollo integrado de sus bolsas de valores, considerando la limitación natural que impone la estrechez de sus mercados domésticos de valores.

La presente publicación contiene el estudio sobre el mercado de capitales de México, realizado por el Sr. Efraín Caro Razú. La importancia del caso de México radica en que se trata del país de la región que ha logrado de lejos el acceso más importante a los flujos internacionales de capital en la forma de inversiones internacionales de cartera. El autor comenta la confluencia de factores internos y externos o internacionales favorables que han incidido en esta situación. Enfatiza el desarrollo deliberado por parte de las autoridades de México de una gama de instrumentos financieros ligados a valores patrimoniales (acciones) y a valores de deuda (bonos, certificados de tesorería y otros). En presencia de fuertes incentivos, estos instrumentos han posibilitado la captación de fondos internacionales en prácticamente todos los segmentos de los mercados de capital. El autor también revisa los efectos de las entradas de capital externo sobre el tipo de cambio, la situación monetaria y de balanza de pagos, el ahorro y la inversión, el reendudamiento externo mediante valores y el desempeño de los propios intermediarios bursátiles mexicanos. Concluye que los efectos de las entradas de capital han sido en general favorables.

INTRODUCCION

El presente trabajo tiene como principales objetivos mostrar y evaluar los factores que influyeron en la alta entrada de capital extranjero en la forma de inversiones internacionales de cartera y los efectos de estas entradas en la economía mexicana en el período 1989-1992.

El trabajo se divide en dos partes. La primera aborda los factores externos e internos que incentivaron un substancial flujo de inversión extranjera enfatizando el papel de determinadas regulaciones o normas y el desarrollo de instrumentos financieros adeudados. La segunda parte presenta la cuantía y el efecto de los flujos de capital externo en los sectores financiero, monetario y bursátil, la balanza de pagos, y el ahorro y la formación de capital. El trabajo termina señalando las esenciales conclusiones.

I. DETERMINANTES EXTERNOS E INTERNOS EN LA ATRACCION DE CAPITALES

En términos generales se pueden identificar dos determinantes de carácter externo que han influido en el flujo de capitales hacia México. Por un lado, se encuentra la desaceleración económica de los países industrializados, Estados Unidos y otros, la cual combinada con la política monetaria seguida por varias de esas economías con el objeto de aligerar sus problemas recesivos, generaron desincentivos a la inversión financiera en esos países. Por otra parte, está el proceso de desregulación de los mercados de capital de los principales países industrializados, en especial el estadounidense, y que contribuyó a reducir los costos de transacción de las emisiones extranjeras y darle liquidez a dichos activos.

Los más importantes factores internos que explican la afluencia de capitales del exterior están relacionados con las medidas emprendidas en los últimos años por el gobierno mexicano en el terreno económico y financiero, y que se han dirigido en lo fundamental a reducir el riesgo-país y a generar un ambiente propicio de expectativas de largo plazo en favor de la inversión extranjera. Entre estas medidas se encuentran la renegociación de la deuda pública externa, la estabilización macroeconómica y las reformas del sistema financiero mexicano.

1. Desaceleración económica y política monetaria de los países industrializados

La actividad económica de los países industrializados entró en un proceso de desaceleración en 1989, el que aún persistía a fines de 1992. Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido fueron los países que mostraron los signos más tempranos de la recesión económica, mientras que las economías alemana y japonesa se desaceleraron posteriormente. La política monetaria que se instrumentó con el objeto de reactivar las economías redujo significativamente el nivel de las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos, Japón y otros países industrializados (véase el cuadro I.1). Esta combinación de factores trajo consigo una mayor volatilidad en los mercados financieros de esos países y alentó a sus inversionistas a buscar alternativas de mayor rendimiento en las plazas financieras de los países en vías de desarrollo.

2. Reducción de los costos de transacción y mejoramiento de la liquidez de los valores de países en vías de desarrollo

La regla 144 A fue aprobada por la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos (SEC) el 19 de abril de 1990 y resolvió en gran medida el problema del mercado secundario de las acciones de países en vías de desarrollo en Estados Unidos.

Cuadro I.1

INDICADORES MACROECONOMICOS DE LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS
(En porcentaje al año)

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--|------|------|------|------|------|
| PIB (variación) | | | | | |
| Estados Unidos | 3.9 | 2.5 | 0.8 | -1.2 | 2.1 |
| Japón | 6.2 | 4.7 | 4.8 | 4.0 | 1.3 |
| Alemania | 3.7 | 3.4 | 5.1 | 1.0 | 2.0 |
| Países industrializados | 4.4 | 3.1 | 2.0 | 0.2 | 1.6 |
| Inflación | | | | | |
| Estados Unidos | 3.9 | 4.6 | 4.3 | 4.0 | 2.6 |
| Japón | 0.4 | 1.9 | 2.2 | 2.1 | 1.8 |
| Alemania | 1.5 | 2.6 | 3.4 | 4.9 | 5.2 |
| Países industrializados | 3.5 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.0 |
| Tasas de interés de corto plazo (%) | | | | | |
| Estados Unidos | 7.7 | 9.1 | 8.2 | 5.8 | 3.7 |
| Japón | 4.4 | 5.3 | 7.6 | 7.2 | 4.3 |
| Alemania | 4.2 | 7.1 | 8.4 | 9.2 | 9.5 |
| Países industrializados | 7.2 | 8.7 | 9.2 | 7.8 | 6.3 |
| Tasas de interés de largo plazo (%) | | | | | |
| Estados Unidos | 8.8 | 8.5 | 8.6 | 7.9 | 7.0 |
| Japón | 4.8 | 5.1 | 7.0 | 6.3 | 5.1 |
| Alemania | 6.5 | 7.0 | 8.7 | 8.5 | 7.9 |
| Países industrializados | 8.1 | 8.1 | 9.0 | 8.3 | 7.5 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Ella permite la venta de valores colocados en forma privada a "compradores institucionales calificados".¹ Estos, pueden efectuar de manera sencilla y más eficiente operaciones en el mercado secundario de valores al levantarse la restricción de la regla 144 relativa a la venta de valores después de transcurridos tres años desde la colocación privada.

La regulación S, por su parte, permite que, en el caso de colocaciones primarias de carácter privado en Estados Unidos, los inversionistas puedan vender sus valores a compradores que se consideran ubicados fuera de los Estados Unidos en un "mercado designado" por la SEC o en otros mercados en los que los inversionistas estadounidenses no participen de manera significativa.²

La reducción en los costos de colocación, la mayor liquidez, así como la posibilidad de hacer colocaciones simultáneas en diversos mercados internacionales, han reforzado el papel de los ADR (*American Depositary Receipts*) en la captación de recursos externos por parte las empresas mexicanas. El anexo A presenta las principales características de los ADR.

Un tercer factor que ha favorecido la colocación de títulos mexicanos en el exterior es el referido al relajamiento de las normas de calificación de los instrumentos de deuda (bonos) que se dio en 1991 en algunos mercados como Japón y Suiza, en los cuales los estándares mínimos pasaron de A a BBB. Por otra parte, *Standard & Poor's* calificó a finales de 1992 con "AA" a la deuda pública mexicana de largo plazo denominada en pesos, posteriormente calificó a los CETES (Certificados de la Tesorería del gobierno federal) en "A-1", el más alto *rating* para instrumentos de deuda de corto plazo.

3. Reestructuración de la deuda pública mexicana

En 1989 se logró el acuerdo de renegociación de la deuda pública mexicana con la banca comercial internacional. Este acuerdo modificó el monto, plazos y tasas de interés que eran aplicables a la deuda vigente.³ Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

i) la deuda pública con la banca comercial se redujo en 7 102 millones de dólares, ii) las transferencias al exterior por concepto de intereses, entre julio de 1989 y diciembre de 1992, disminuyeron en cerca de 5 000 millones de dólares, iii) se aseguró la recepción de créditos frescos por un monto de 1 130 millones de dólares y iv) se efectuó un ahorro promedio anual de 2 489 millones de dólares como consecuencia de la eliminación de amortizaciones.

Como consecuencia de lo anterior, se redujo la presión sobre la balanza de pagos y el tipo de cambio. Esto generó un clima de confianza entre los agentes económicos e inversionistas internacionales en el manejo de la cuenta de capital y en la capacidad del país de servir su deuda externa de manera completa y sostenida en el largo plazo.

4. Estabilización macroeconómica

A finales de 1987 se estableció un programa de concertación entre los principales agentes económicos del país con el objeto de abordar el problema inflacionario. Con este fin, se combinaron políticas de contracción de la demanda agregada (en especial saneamiento de las finanzas públicas y una política monetaria restrictiva) con políticas de ingresos a través del control del tipo de cambio, los salarios, los precios y las tarifas públicas. Paralelamente, se instrumentaron un conjunto de reformas estructurales con el objeto de promover la modernización y la eficiencia económica. Entre las principales, cabe mencionar la modernización de la política industrial y de comercio exterior, la desregulación de los mercados y la modernización financiera. Estas medidas redujeron significativamente la inflación y contribuyeron a tasas positivas de crecimiento económico (véase cuadro 1.2).

5. Reforma estructural del sector financiero

Desde 1988 se llevaron a la práctica reformas de carácter estructural en el sistema financiero mexicano, con el objeto de promover su eficiencia y competitividad, en el contexto de la internacionalización de las actividades financieras nacionales.

Este proceso se realizó en varias etapas. En la primera se adoptó un marco regulatorio encaminado a eliminar las actividades financieras informales y otorgar a los bancos comerciales la posibilidad de recuperar su papel de intermediario competitivo.

Cuadro I.2

MEXICO: INDICADORES MACROECONOMICOS

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| PIB (variación real en %) | 1.9 | 1.2 | 3.3 | 4.4 | 3.6 | 2.6 |
| Inflación (en %) | 159.2 | 51.7 | 19.7 | 29.9 | 18.8 | 11.9 |
| Base monetaria (ver real en %) | -33.3 | -7.3 | -7.6 | 4.4 | 7.6 | 2.2 |
| Balanza comercial (US\$ Mill) | 8 787.0 | 2 609.0 | 404.0 | -882.0 | -7 279.0 | -15 934.0 |
| Balanza cuenta corriente (US\$ Mill) | 3 820.0 | -2 922.0 | -6 088.0 | -7 114.0 | -13 789.0 | -22 809.0 |
| Reservas internacionales (US\$ Mill) | 13 040.0 | 6 379.0 | 6 620.0 | 10 168.0 | 17 547.0 | 18 554.0 |
| Tipo de cambio real (1980 = 100) ^a | 63.6 | 77.4 | 84.1 | 84.2 | 92.6 | 98.9 |

Fuente: Banco de México.

^a Los incrementos indican una apreciación del peso.

Al mismo tiempo, se fortaleció el papel del Banco de México en la regulación de las operaciones del mercado financiero. Entre otras medidas, se permitió a los bancos emitir aceptaciones bancarias sin límite y efectuar operaciones de reporto con esos instrumentos; se dispuso que los fondos obtenidos mediante la emisión de aceptaciones bancarias y fondos de garantía estuvieran sujetos a un coeficiente de liquidez de 30% mantenido en CETES, bonos de desarrollo (BONDES), o depósitos en el Banco de México; y se autorizó a los bancos a participar por cuenta propia o de terceros en la subasta semanal de valores gubernamentales. Estas medidas dinamizaron el comportamiento bancario y ampliaron el mercado de dinero.

Las decisiones de política de la segunda etapa se dirigieron a ampliar el rango de decisión del sector privado en cuanto a captar y colocar fondos. Incluyeron la liberalización de las tasas de interés y la eliminación de los controles selectivos al crédito.

En la tercera etapa se adecuó el marco normativo del sistema financiero a un esquema de internacionalización. Para este efecto, se introdujeron modificaciones a la ley del mercado de valores, la ley reglamentaria del servicio público de banca y crédito, la ley general de instituciones de seguros, la ley general de instituciones de fianzas y la ley general de organizaciones y actividades auxiliares del crédito.⁴

Las reformas al mercado de valores posibilitaron la colocación de valores mexicanos en el extranjero mediante la creación de una sección "especial" en el (Registro Nacional de Valores e Intermediarios). Al mismo tiempo, se creó la figura del especialista bursátil y se autorizó a las casas de bolsa para que puedan formar parte de grupos financieros con almacenes generales de depósitos, arrendadoras financieras, casas de cambio, empresas de factoraje financiero, instituciones de seguros y de fianzas y operadoras de sociedades de inversión.

Dos hechos constituyeron los puntos culminantes del proceso de reformas estructurales al sistema financiero mexicano: la privatización bancaria y la conformación de grupos financieros bajo un esquema de banca universal.

La privatización se llevó a cabo en tres etapas: i) valuación de los bancos, ii) registro y autorización de compradores y iii) venta de la participación accionaria estatal en dichas instituciones. Al mes de junio de 1992, se habían privatizado 18 instituciones bancarias, siendo el precio promedio ponderado que se pagó por cada una, 3.1 veces su capital contable.

La ley de 1990 permitió la conformación de "grupos financieros", encabezados por una sociedad controladora e integrados al menos por tres de las siguientes entidades: almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, casas de bolsa, casas de cambio, empresas de factoraje financiero, instituciones de banca múltiple, instituciones de fianzas, seguros y operadoras de sociedades de inversión.

6. Reformas al régimen de inversión extranjera

Estas reformas se iniciaron en 1989 con las modificaciones al "Reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera". Además de señalar los procedimientos para el establecimiento y el registro de empresas con capital extranjero, se instituyó directivas para promover la participación foránea en proyectos de inversión en México.

Entre las modificaciones más importantes al mencionado reglamento destaca el Régimen de autorización automática, el cual permite cualquier porcentaje de tenencia accionaria por parte de extranjeros, tanto en una empresa establecida como en incrementos de capital en compañías existentes, sin la necesidad de autorización previa de la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras. Por otra parte, con el objeto de incrementar las posibilidades de inversión para los extranjeros, en octubre de 1989 se autorizó la creación de fideicomisos que posibilitan a inversionistas foráneos adquirir acciones serie A, previamente reservadas en exclusiva a ciudadanos mexicanos, y que serán representados por Certificados de Participación Ordinarios (CPO) para extranjeros.

7. Incentivos de precio a los flujos de capital en la forma de inversiones internacionales de cartera

El cuadro I.3 presenta una estimación del costo financiero de endeudarse localmente y en el extranjero en términos *ex post*. Esta estimación traduce la decidida ventaja de parte de agentes mexicanos de colocar valores de deuda en el exterior como consecuencia de la sustancial diferencia entre los costos financieros de endeudarse en dólares y en moneda nacional. Después del fuerte ajuste cambiario en 1987, la combinación de altas tasas de interés domésticas y de bajas variaciones cambiarias otorgaron al financiamiento externo una ventaja que permaneció en más de veinte puntos porcentuales al año, en el período 1989-1992.

El cuadro I.4 presenta indicadores de rendimiento bursátil en el período 1988-1992. A partir de un patrimonio bursátil y de relaciones precio-utilidad de las acciones mexicanas muy subvaloradas en 1988, la fuerte alza de esos indicadores y la parsimonia en el movimiento del tipo de cambio, que figura en el cuadro I.3, determinaron substanciales tasas de retorno en dólares de la inversión en acciones en el período 1988-1992.

Cuadro I.3
MEXICO: COSTO FINANCIERO DE ENDEUDARSE LOCALMENTE Y EN EL EXTRANJERO
(En porcentaje al año)

| Fondos mexicanos | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--|-------|------|------|------|------|------|
| 1. Costo promedio fondos pasivos | 94.6 | 67.6 | 44.6 | 37.1 | 22.6 | 18.8 |
| 2. Margen de intermediación o <i>spread</i> de referencia ^a | 10.0 | 10.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 3. Promedio fondos activos = (1) + (2) | 104.6 | 77.6 | 56.6 | 49.1 | 34.6 | 30.8 |
| 4. Variación tipo cambio(%) | 139.3 | 2.3 | 15.8 | 11.5 | 4.3 | 1.4 |
| 5. Tasa LIBOR a 180 días | 7.3 | 8.1 | 9.3 | 8.3 | 6.1 | 3.9 |
| 6. <i>Spread</i> de referencia ^a | 4.0 | 4.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| Costo en pesos de endeudarse en dólares | | | | | | |
| 7. Fondos LIBOR = (4) + (5) + (6) | 150.6 | 14.4 | 28.1 | 22.8 | 14.3 | 8.3 |
| Ventaja de endeudarse en el exterior en % = (7)-(3) | | | | | | |
| | -46.0 | 63.2 | 28.5 | 26.3 | 21.2 | 22.5 |

Fuente: Costo promedio fondos pasivos y tasa LIBOR a 180 días. Fondo Monetario Internacional.

^a Márgenes de intermediación o *spreads* supuestos.

Cuadro I.4
MEXICO: INDICADORES DE RENDIMIENTO BURSÁTIL

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--|------|------|------|-------|-------|
| Patrimonio bursátil (en millones de dólares) | 23.6 | 22.6 | 32.7 | 101.2 | 140.7 |
| Relación precio-utilidad | 5.0 | 10.7 | 13.2 | 14.5 | 13.0 |
| Tasa de retorno (en dólares) ^a | 89.8 | 71.2 | 36.6 | 119.3 | 18.7 |

Fuente: R.C. Harper, *Factors impacting a Latin American Corporation's Access to the International Capital Market*, Goldman Sachs y Cía., Nueva York, 1992.

^a Medida en relación con la variación del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) y con la variación del tipo de cambio.

Estas tasas constituyeron un fuerte incentivo a inversionistas extranjeros para canalizar fondos hacia acciones mexicanas. Por otra parte, las elevadas tasas domésticas de interés, que se presentaron en el cuadro I.3, determinaron que aún con relaciones precio-utilidad relativamente bajos (del orden de 13 en 1990-92), fuera ventajoso para las sociedades anónimas mexicanas fondearse mediante la colocación de acciones en el exterior.

II. CUANTIA Y EFECTOS DE LA INVERSION EXTRANJERA EN LA ECONOMIA MEXICANA

1. Cuantía de los flujos financieros

El flujo de capitales hacia México exhibió las siguientes características principales en el período 1989-1992: i) tendencia al desendeudamiento neto del sector público, ii) acelerado crecimiento del endeudamiento de la banca comercial hasta mediados de 1991, cuando fue frenado por el Banco de México, iii) significativo crecimiento del endeudamiento externo del sector privado no bancario y iv) crecimiento sin precedente de la inversión extranjera, la cual ascendió a más de 40 000 millones de dólares en ese período, y de los cuales más del 60% correspondió a inversión extranjera de cartera.

Como consecuencia de la renegociación de la deuda pública externa efectuada en 1989, el sector público tuvo acceso a recursos externos equivalentes a 6 500 millones de dólares en 1990. Una vez constituidas las garantías sobre la deuda renegociada, este sector pudo beneficiarse de los descuentos en el precio de recompra de pagarés de la deuda externa en el mercado secundario internacional. Por esta vía, el desendeudamiento neto del sector público llegó a 2 438 millones de dólares en 1992.

El fuerte diferencial de tasa de interés entre los fondos domésticos y los fondos extranjeros (véase cuadro 1.3) incentivó un rápido endeudamiento externo. La captación de recursos externos por parte de la banca pasó de 980 millones de dólares en 1989 a 5 253 millones en 1991. En el segundo semestre de 1991, el Banco de México frenó este proceso mediante un coeficiente que obligó a los bancos a mantener recursos líquidos, en el primer semestre, sobre captaciones en moneda extranjera; en abril de 1992 el Banco de México puso un límite al endeudamiento externo de los bancos equivalente al 10% de sus pasivos totales. Como consecuencia de lo anterior, la captación ese año alcanzó a sólo 804 millones de dólares. Por su parte, el sector privado no bancario reingresó al mercado voluntario en 1990, captando 10 515 millones de dólares hasta fines de 1992.

El comportamiento más espectacular correspondió a la inversión extranjera de cartera. Esta aumentó de 493 millones de dólares en 1989 a 13 553 millones en 1992. De ésta, la inversión en acciones pasó de 404 millones a 4 708 millones de dólares. A partir de 1991, se agregó de manera significativa la inversión en el mercado de valores gubernamentales como consecuencia de la desregulación del mercado del dinero para inversionistas extranjeros. La inversión en este mercado subió de 79 millones de dólares, en 1989, a 8 770 millones en 1992.

2. Operaciones e indicadores bursátiles

El incremento en la disponibilidad de recursos financieros trajo efectos inmediatos sobre el mercado doméstico de valores. El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), que es el principal indicador bursátil del mercado mexicano de valores, creció de diciembre de 1989

a diciembre de 1992 en 319.8% en términos nominales y 143% en términos reales, (véase cuadro II.1). El volumen operado en acciones creció en 373%, en tanto que el del mercado de dinero observó un crecimiento exponencial, pasando de 458.9 miles de millones de dólares en 1989 a 3 535.6 miles de millones de dólares en 1992.

Cuadro II.1

INDICADORES DEL MERCADO BURSÁTIL MEXICANO, 1989-1992

| Año | IPC ^a | Nivel Vol. operado ^b | Tasa de crecimiento (%) | |
|------|------------------|------------------------------------|-------------------------|--------------|
| | | | IPC | Vol. operado |
| 1989 | 419 | 7 404 953 | 98.0 | -9.2 |
| 1990 | 629 | 10 673 187 | 50.1 | 44.1 |
| 1991 | 1 419 | 28 337 421 | 128.1 | 165.5 |
| 1992 | 1 759 | 34 986 402 | 22.7 | 23.5 |

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

^a Índice de Precios y Cotizaciones.

^b Datos en miles de unidades.

La colocación de *American Depositary Receipts* (ADR), sobre acciones de empresas mexicanas, pasó de 402 millones de dólares en 1989 a 21 154 millones de dólares en 1992. El elevado dinamismo en la colocación de ADR se ha reflejado también en el número de empresas colocadas, las cuales pasaron de 6 en 1989 a 33 a fines de 1992. Los ADR jugaron un decisivo papel para atraer inversiones extranjeras hacia capital accionario. Su participación en relación con otros instrumentos de captación de capital accionario aumentó de un 49.8% (y a representar un 0.2% del PIB) en 1989 a un 73.4% (y de representar un 6.3% del PIB) en 1992 (véase cuadro II.2). El anexo B comenta la experiencia de las empresas mexicanas con ADR.

Un segundo instrumento importante de la captación de inversión extranjera de cartera han sido las acciones de libre suscripción o serie B. Estas no tienen restricción para ser adquiridas por extranjeros en el mercado local y ofrecen los mismos derechos patrimoniales y corporativos que tienen los ciudadanos nacionales. En el período 1989-1992, la inversión extranjera bursátil captada por esta vía pasó de 107 millones de dólares a 5 097 millones (véase cuadro II.2). A consecuencia del dinamismo de este instrumento, existen actualmente 95 empresas emisoras en la bolsa mexicana de valores que pueden recibir recursos del exterior.

El Fondo Neutro constituye un fideicomiso creado por Nacional Financiera (NAFIN) con el objeto de ofrecer la posibilidad a inversionistas extranjeros de adquirir acciones reservadas para ciudadanos mexicanos (acciones serie A). Esta alternativa tiene lugar a través de la emisión de certificados de participación ordinaria (CPO's), los cuales incorporan los derechos pecuniarios de las acciones (propiedad del fiduciario) más no los derechos patrimoniales. La inversión extranjera captada por este medio pasó de 35 millones de dólares en 1989 a 1 798 millones en 1992 (véase cuadro II.2). En el Fondo Neutro cotizan 55 empresas clasificadas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Cuadro II.2
INVERSION EXTRANJERA EN EL MERCADO DE CAPITALES, 1989-1992

| Año | ADRs | Fondo México | Libre suscripción | Fondo neutro | Total |
|-------------------------------|----------|--------------|-------------------|--------------|----------|
| Montos en millones de dólares | | | | | |
| 1989 | 402.0 | 264.0 | 107.0 | 35.0 | 808.0 |
| 1990 | 2 086.0 | 243.9 | 1 072.7 | 676.0 | 4 079.4 |
| 1991 | 13 733.5 | 499.3 | 2 961.0 | 1 348.8 | 18 542.5 |
| 1992 | 21 153.9 | 619.0 | 5 097.0 | 1 798.1 | 28 668.0 |
| Porcentajes de participación | | | | | |
| 1989 | 49.8 | 32.7 | 13.2 | 4.3 | 100.0 |
| 1990 | 51.2 | 6.0 | 26.3 | 16.6 | 100.0 |
| 1991 | 74.1 | 2.7 | 16.0 | 7.3 | 100.0 |
| 1992 | 73.8 | 2.2 | 17.8 | 6.3 | 100.0 |
| Porcentajes respecto del PIB | | | | | |
| 1989 | 0.19 | 0.13 | 0.05 | 0.02 | 0.39 |
| 1990 | 0.85 | 0.10 | 0.44 | 0.28 | 1.67 |
| 1991 | 4.77 | 0.17 | 1.03 | 0.47 | 6.44 |
| 1992 | 6.33 | 0.19 | 1.52 | 0.54 | 8.57 |

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Los fondos país constituyen carteras de acciones de las empresas más representativas de la bolsa mexicana de valores adquiridas por inversionistas extranjeros y que se cotizan en mercados financieros del exterior. El Fondo México es uno de los más antiguos e importantes. La entrada de capitales a este fondo pasó de 264 millones de dólares a 619 millones (véase cuadro II.2). El anexo C contiene antecedentes acerca de los fondos país.

3. Repercusiones de las entradas de capital sobre los intermediarios bursátiles

Los crecientes flujos de inversión extranjera registrados en el mercado de valores mexicano ha influido positivamente en el desempeño de los intermediarios bursátiles. En el período de referencia aumentaron la custodia de valores y el monto de los activos administrados, y se observaron mayores niveles de capitalización y de eficiencia en el uso de la infraestructura de las casas de bolsa. El cuadro II.3 muestra las tasas de crecimiento y los porcentajes en relación con el PIB de variables distintivas del sector bursátil mexicano. No obstante el fuerte crecimiento que reflejan los indicadores bursátiles, el número de empleados de las casas de bolsa sólo aumento de 9 100 en 1989 a 9 700 en 1992, esto es, en sólo 6.5% en el trienio.

Cuadro II.3

DATOS SOBRESALIENTES DEL SECTOR BURSÁTIL MEXICANO, 1989-1992

| Item | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--|------|-------|------|------|
| Tasas reales de crecimiento en porcentaje | | | | |
| Custodia con valores de clientes y propia | 82.2 | -21.4 | 71.8 | 43.7 |
| Activos totales con reportos | 49.9 | 47.6 | 89.0 | 25.4 |
| Activos totales sin reportos | 64.8 | 117.2 | 28.6 | 47.1 |
| Capital pagado | -3.4 | 26.1 | 25.8 | 53.9 |
| Porcentajes en relación con el PIB | | | | |
| Custodia de valores de clientes y propia | 23.1 | 15.3 | 22.4 | 27.7 |
| Activos totales con reportos | 6.5 | 8.1 | 13.0 | 14.1 |
| Activos totales sin reportos | 0.9 | 1.7 | 1.8 | 2.2 |
| Capital pagado | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

Fuente: Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, A.C.

Sin embargo, se ha observado un proceso de desintermediación financiera y bursátil en contra de los agentes de valores mexicanos en beneficio de intermediarios extranjeros en materia de colocación e intermediación de instrumentos mexicanos que se cotizan en el exterior, e incluso, en las transacciones de acciones ordinarias mexicanas en el propio mercado local. Con la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA) el proceso de desintermediación en contra de las casas de bolsa mexicanas podría acentuarse.

4. Transacciones con valores de deuda

La captación de inversión extranjera a través de la colocación de papeles públicos en el mercado de valores mostró uno de los impulsos más importantes en el período de análisis. Sólo en el período 1991-1992 ingresaron 12 427 millones de dólares, cantidad equivalente al 47% del total de la inversión extranjera en cartera efectuada en dicho período. De esta cantidad, el 70.6% se concentró en Certificados de Tesorería (CETES), el 28% en Bonos Ajustables (AJUSTABONOS) y el resto en Bonos de Desarrollo (BONDES), Bonos de la Tesorería (TESOBONOS) y PAGAFES. Este comportamiento obedeció en gran medida a la autorización del Banco de México, en diciembre de 1991, para que tanto casas de bolsa como bancos, puedan efectuar transacciones de CETES con inversionistas extranjeros.

Desde 1989, la emisión de otros instrumentos de deuda posibilita captar importantes entradas de capital. La colocación de bonos mexicanos en el mercado de eurobonos aumentó de un saldo de 89 millones de dólares en 1989 a 3 482 millones en 1992 (véase cuadro C-1 del anexo C). Otro instrumento que proyecta dinamismo a partir de 1991 son las notas europeas de mediano plazo (*euro medium term notes*). A fines de 1992, las captaciones de fondos con este instrumento alcanzaron a 500 millones de dólares.

Las empresas mexicanas también han recurrido al fondeo de corto plazo, generalmente a menos de un año, a través de la colocación de europapeles. En abril de 1991, la empresa de acero más grande de México, Hylsa, efectuó la primera emisión de europapel comercial en forma directa en los mercados financieros internacionales. En septiembre de 1992, el saldo de estos papeles de deuda por parte de empresas mexicanas alcanzaba a alrededor de 1 500 millones de dólares. En esa misma fecha, los bancos mexicanos habían captado eurodepósitos por alrededor de 3 000 millones de dólares.

5. La cuestión del endeudamiento externo mediante valores

El reendeudamiento externo del sector público, mediante instrumentos gubernamentales, y el del sector privado por medio de colocación de títulos de deuda en el euromercado, han abierto la interrogante acerca del riesgo de un excesivo endeudamiento externo en valores.

Hay elementos para afirmar que el actual reendeudamiento externo mediante valores difiere de las condiciones que precipitaron la crisis de deuda externa de comienzos de los años ochenta. El actual proceso se basa en valuaciones de riesgo a cargo de agencias calificadoras internacionales, que forma parte de la reestructuración de pasivos financieros de corto y mediano plazo de las empresas mexicanas, sobre todo de aquellas que deben reconvertir sus estructuras productivas ante la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, y que sólo registran transacciones de mercado libremente acordadas entre los agentes participantes.

En el trasfondo de la colocación de valores mexicanos en el exterior se encuentran los siguientes factores i) la confianza de los inversionistas extranjeros en el actual régimen de política económica de México, ii) en los resultados macroeconómicos ya alcanzados y iii) en la amplia gama de instrumentos financieros que se han abierto al sector privado no sólo de deuda y capital, sino que también de origen externo e interno. En presencia de mayores costos del fondeo doméstico, el reendeudamiento externo y la atracción de fondos externos hacia el capital accionario forma parte de procesos de reestructuración financiera y de financiamiento gobernados por principios de mercado. En la medida que las tasas internacionales de interés suban, se reduzcan las tasas domésticas de interés y los valores mexicanos alcancen precios en línea con el riesgo-país, se aminorará la entrada neta de capitales. Este mismo proceso actúa en favor de niveles sostenibles de deuda externa instrumentada con valores.

6. Efectos monetarios, cambiarios y de balanza de pagos

La entrada de capitales a México y a los países en donde se ha dado este fenómeno ha provocado de una manera casi natural una política parcial de esterilización monetaria, dirigida a controlar la excesiva expansión de la demanda agregada, con el objeto de preservar la política antiinflacionaria y de evitar una excesiva apreciación del tipo de cambio real.

La política económica aplicada, durante el período 1989-1992, estuvo dirigida fundamentalmente a mitigar los efectos de las cuantiosas entradas de capital sobre la demanda agregada, a través de la aplicación de una política monetaria de esterilización parcial de esos recursos. Esta política contrajo severamente el crédito interno neto del Banco de México, propiciando la acumulación de reservas internacionales e incrementando

moderadamente la oferta monetaria. Así, el saldo del crédito interno neto del Banco Central entre diciembre de 1989 y el mismo mes de 1992, se redujo en 26 106 millones de nuevos pesos, las reservas internacionales pasaron de 6 620 a 18 554 millones de dólares en el mismo lapso, y la base monetaria aumentó en términos reales apenas en línea con la tasa de crecimiento del PIB entre 1990 y 1992 (véase el cuadro I.2).

El cuadro II.4 muestra los tres componentes principales de la balanza de pagos (cuenta corriente, cuenta de capital y variación de reservas brutas del Banco de México) y un desglose de la cuenta de capital. El cuadro señala que el flujo de capital a México ha estado asociado a un creciente superávit en la cuenta de capital a partir de 1989. En este año, la entrada de capitales fue cerca de 6 000 millones de dólares, la cual fue incrementándose paulatinamente hasta convertirse en una entrada de más de 24 000 millones en 1991-1992. Esto implicó que la razón saldo de la balanza de capital respecto del PIB se incrementara de 1.5 a 7.9% en dicho período. Dichas entradas representaron principalmente dinero fresco y en mucho menor medida repatriación de capitales. Si se agrega la cuenta de errores y omisiones a la de entrada de capitales vía timbre fiscal, se observa que, durante el período 1989-1992, la repatriación representó únicamente el 12% del total de capitales ingresados al país.

Las entradas de capital se destinaron principalmente a financiar el déficit en balanza comercial y en cuenta corriente y en menor medida a incrementar el *stock* de reservas internacionales del Banco de México. Del total ingresado entre 1989 y 1992, el 79% se destinó al financiamiento del creciente déficit comercial y en cuenta corriente; estos últimos aumentaron en 16 000 millones de dólares en ese período. La oferta de la gran disponibilidad de divisas que estuvo involucrada en este proceso es uno de los principales factores que condujo a la revaluación del peso.

El índice del tipo de cambio real subió de 84.1 en 1989 a 98.9 en 1992, que equivale a un 17.6% de apreciación del peso en el lapso de tres años (véase cuadro I.2).

7. Efectos sobre el ahorro y la formación de capital

La mayor disponibilidad de recursos ligados a la inversión extranjera permitió financiar un exceso de absorción interna respecto al ingreso nacional, o dicho de otra manera, un exceso de inversión doméstica en relación con el ahorro nacional. El cuadro II.5 muestra que la inversión total como porcentaje del producto interno bruto (PIB), se incrementó del 17.3% en 1987 a 21.7% en 1992, esto es, en 4.4 puntos del PIB. El ahorro externo lo hizo en forma similar ya que aumentó desde 2.9% del PIB en 1989 al 6.8 del PIB en 1992, esto es, 3.9 puntos del PIB.

No obstante el crecimiento económico que se registra desde 1989, el ahorro nacional se ha mantenido constante en torno al 15% del PIB. Este comportamiento parece originarse principalmente en una dinámica de consumo privado ligado a la apertura de la economía de las importaciones y al efecto "riqueza" derivado de la apreciación del peso y la revaluación de los activos físicos y financieros que incentivaron las substanciales entradas de capital externo (véase el cuadro II.1 sobre indicadores bursátiles).

Cuadro II.4

BALANZA DE PAGOS DE MEXICO DESGLOSANDO LA CUENTA DE CAPITAL
(En millones de dólares corrientes)

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| Cuenta corriente | -1 770.5 | 3 820.2 | -2 922.1 | -6 085.3 | -7 113.9 | -13 788.7 | -22 809.0 |
| Cuenta de capital | 2 715.5 | -1 188.8 | -1 163.1 | 3 175.9 | 8 163.6 | 24 133.6 | 25 954.8 |
| Pasivos | 2 549.0 | 3 608.9 | 591.0 | 4 346.1 | 16 863.1 | 25 133.2 | 22 289.3 |
| Endeudamiento | 148.3 | 974.3 | -2 289.0 | 677.3 | 12 235.4 | 10 501.4 | 3 370.4 |
| Sector público | 1 646.2 | 3 101.0 | -257.7 | -829.4 | 6 854.1 | 1 754.3 | -1 978.3 |
| Banca de desarrollo | 1 313.0 | 320.1 | -237.0 | -397.3 | 4 885.1 | 2 340.7 | 1 730.2 |
| Público no bancario | 333.2 | 2 780.9 | -20.7 | -432.1 | 1 859.0 | -586.4 | -3 708.5 |
| Banco de México | 714.2 | 428.1 | -94.3 | 1 676.6 | -365.1 | -220.0 | -460.0 |
| Banca comercial | -731.6 | 46.5 | 1 380.0 | 980.0 | 4 250.4 | 5 253.1 | 803.7 |
| Privado | -1 480.5 | -2 601.3 | -3 317.0 | -1 149.9 | 1 496.0 | 3 714.0 | 5 005.0 |
| Inversión extranjera | 2 400.7 | 2 634.6 | 2 880.0 | 3 668.8 | 4 627.7 | 14 631.8 | 18 918.9 |
| Directa | 2 400.7 | 2 634.6 | 2 880.0 | 3 175.5 | 2 623.3 | 4 761.5 | 5 365.7 |
| De Cartera | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 493.3 | 1 994.5 | 9 870.3 | 13 553.2 |
| Renta fija | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 78.9 | 737.9 | 3 538.3 | 8 770.1 |
| Renta variable | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 414.4 | 1 256.5 | 6 332.0 | 4 783.1 |
| Activos | 165.5 | -4 797.7 | -1 754.1 | -1 170.2 | -8 699.5 | -999.6 | 3 665.5 |
| Errores u omisiones | -342.2 | 3 469.0 | -2 648.3 | 3 305.0 | 2 183.2 | -2 207.7 | -1 972.5 |
| Banco de México | | | | | | | |
| Var. reserva bruta | 985.0 | 6 924.4 | -7 127.0 | 271.5 | 3 414.3 | 7 821.5 | 1 161.4 |

Cuadro II.5

MEXICO: AHORRO Y FORMACION DE CAPITAL*(Porcentajes respecto del PIB)*

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Inversión total | 16.4 | 16.1 | 16.8 | 17.3 | 18.7 | 19.5 | 21.7 |
| Privada | 10.6 | 11.1 | 12.1 | 12.6 | 13.7 | 14.9 | 17.4 |
| Pública | 5.8 | 5.0 | 4.7 | 4.7 | 5.0 | 4.6 | 4.3 |
| Consumo total | 75.2 | 73.6 | 73.8 | 75.4 | 76.2 | 76.9 | 79.0 |
| Privado | 63.2 | 62.0 | 62.0 | 64.4 | 65.4 | 66.1 | 68.2 |
| Público | 12.0 | 11.6 | 11.6 | 11.0 | 10.8 | 10.8 | 10.8 |
| Ahorro Nacional | 15.0 | 18.8 | 15.1 | 14.4 | 15.8 | 14.8 | 14.9 |
| Ahorro Externo* | 1.4 | -2.7 | 1.7 | 2.9 | 2.9 | 4.8 | 6.8 |

Fuente: Banco de México.

* Saldo de la balanza en cuenta corriente con signo contrario.

III. CONCLUSIONES

1. La elevada entrada de capital externo a México en lo que va corrido en la década de los años noventa se origina en una singular confluencia de factores internos y externos favorables. Entre los primeros destacan la renegociación de la deuda pública externa, la estabilización macroeconómica y modificaciones al régimen de política económica, incluyendo reformas al sistema financiero y la facilitación de la inversión extranjera. Entre los segundos destacan la desaceleración económica y la reducción de las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos y otros países industrializados. Las primeras redujeron el riesgo-país de México y afianzaron el clima de confianza entre los inversionistas extranjeros. Los segundos han incentivado a los inversionistas de los países industrializados a buscar alternativas de colocación de fondos en valores de países en vías de desarrollo.
2. Mención aparte merecen las reformas estructurales del sistema financiero mexicano, así como determinadas medidas de desregulación de los mercados de capital en los países industrializados. Las reformas financieras mexicanas liberalizaron las tasas de interés y la actividad bancaria, privatizaron los bancos comerciales, posibilitaron la conformación de grupos financieros e introdujeron importantes reformas a la normativa del mercado de valores. Estas últimas introdujeron medidas encaminadas a estimular la entrada de capital extranjero a través de inversiones internacionales de cartera mediante la creación de una sección especial en el registro nacional de valores e intermediarios, la aprobación de la figura del especialista bursátil y la autorización de fideicomisos que permiten a inversionistas foráneos adquirir acciones serie A, previamente reservadas a mexicanos, y que son representadas por certificados de participación ordinarios (CPO's). Por su parte, las medidas de desregulación de los mercados de capital incluyeron la regla 144 A y la regulación S en Estados Unidos, y requisitos menos exigentes de calificación de los instrumentos de deuda de países en vías de desarrollo en algunos países industrializados. Estas medidas contribuyeron a reducir los costos de transición de valores de emisores extranjeros en los mercados de esos países.
3. La atracción de capital externo por parte de México se ha basado en una política de desarrollo y acceso a una amplia gama de instrumentos financieros (dando por sentado un régimen de política económica y un riesgo-país que otorgan confianza a los inversionistas extranjeros). La regla 144 A impulsó a los ADR como principal instrumento para canalizar fondos extranjeros hacia acciones de sociedades anónimas mexicanas. También jugaron un papel importante la oferta de acciones de libre suscripción (series B), los certificados de participación ordinaria (CPO's) del fondo neutro de NAFIN y los fondos país. La colocación de valores de deuda pública tomó auge cuando se autorizó a las casas de bolsa y bancos para transar certificados de tesorería (CETES) con inversionistas extranjeros (esos certificados fueron calificados en A-1 por *Standard and Poor* en 1992). A lo anterior se sumó la

autorización para que empresas mexicanas puedan captar fondos a distintos plazos en el mercado de eurobonos y de europapeles.

4. El mayor costo financiero del acceso a fondos domésticos de valores patrimoniales (acciones) y de valores de deuda (bonos, CETES y otros) en relación con el acceso a fondos externos, o en forma alternativa, el mayor rendimiento de los valores de emisores domésticos respecto de los valores que se transan en los mercados de capital de los países industrializados significó un fuerte incentivo, tanto para la colocación de valores mexicanos en el exterior como para la entrada de capital externo al mercado mexicano de valores. Esto, unido a la amplia disponibilidad de instrumentos financieros y la favorable percepción riesgo-país, condujo a substanciales entradas de capital externo. La cuenta de capitales se incrementó desde 1.5% del PIB en 1989 a 7.9% del PIB en 1992, esto es, en 6.4 puntos del PIB. Mientras la inversión extranjera de cartera representó un 15.5% del saldo de la cuenta de capital en 1989, esta participación alcanzó al 52.2% en 1992.
5. Los efectos de las entradas de capital externo sobre la economía mexicana y el sector bursátil han sido positivos en términos generales. La mayor disponibilidad de divisas se destinó principalmente a financiar un mayor déficit en cuenta corriente y en menor medida a incrementar el saldo de las reservas internacionales del Banco de México. Por esta vía, el peso se apreció un 17.5% en el período 1989-1992. En términos de formación de capital, la inversión total aumentó desde el 17.3% del PIB en 1989 a 21.7% en 1992, esto es, en 4.4 puntos del PIB. En el mismo período, el ahorro externo (medido como el saldo de la cuenta corriente de la balanza con signo contrario) se incrementó desde un 2.9% del PIB a un 6.8%, esto es, en 3.9 puntos del PIB. En consecuencia, la entrada de capital externo coincidió con un importante aumento en la formación de capital real.
La mayor disponibilidad de recursos financieros ligados a las entradas de capital externo trajo consigo un auge bursátil. El índice de precios y cotizaciones (IPC) aumentó un 143% en términos reales en tanto que el volumen transado de acciones creció en 373%, entre 1989 y 1992. La importante revaluación de los activos financieros y físicos y la caída en el precio relativo de las importaciones (ligada a la apreciación del peso y la apertura comercial) parecen haber originado un efecto riqueza positivo que estancó el ahorro nacional, limitando en parte el incremento en la formación de capital real.
6. Los intermediarios bursátiles han respondido a los importantes aumentos en la custodia de valores, en los activos administrados y en las transacciones, con valores mediante mayores dotaciones de capital y un ligero aumento en el empleo. No obstante, su mayor nivel de eficiencia ha estado sujeto a un proceso de desintermediación bursátil en favor de intermediarios extranjeros.
7. Una parte importante de la captación de fondos externos en el período 1989-1992 se ha basado en la emisión de valores de deuda. Considerando que se trata de un proceso de mercado sujeto a la calificación de riesgo por parte de agencias internacionales reconocidas, el reendeudamiento externo mexicano mediante la emisión de valores no debiera conducir a un problema de deuda externa como el que se desencadenó con los bancos acreedores a comienzos de los años ochenta.

Notas

¹ Se trata de inversionistas institucionales que poseen o han invertido por lo menos 100 millones de dólares.

² De acuerdo a la "Ley de 1933" existen tres posibilidades de oferta de valores: la oferta pública, la colocación privada y la colocación fuera de Estados Unidos. En la primera, la emisora debe solicitar previamente su registro en la SEC, para poder vender de manera irrestricta sus valores a cualquier inversionista. La segunda y tercera constituyen excepciones al requisito de registro. La colocación privada de valores se da entre inversionistas calificados, y se encuentra sujeta a las condiciones de que la oferta no se anuncie en general y que la emisora tenga el suficiente cuidado para asegurarse de que los compradores no distribuyan los valores entre terceros. De acuerdo a la regla 144, los inversionistas de colocaciones privadas se encuentran autorizados para vender valores en forma irrestricta después de tres años de hecha la colocación. La tercera forma es la venta de valores fuera de los Estados Unidos.

³ El 42.3% de la deuda pública con los bancos comerciales, equivalente a 47 796 millones de dólares a diciembre de 1988, fue sustituido por bonos de reducción del principal, equivalentes en términos nominales a 65% del valor original de la deuda; el 46.8% fue canjeado a la par de deuda por bonos con la tasa de interés reducida de 6.25% anual; y el restante 9.4% no se modificó, bajo la condición de mantener los saldos vigentes de crédito y realizar aportaciones multianuales de recursos frescos equivalentes al 25% del saldo original. Se determinó que los plazos de los adeudos (para la primera y segunda modalidades) fueran de 30 años con una sola amortización al vencimiento, garantizada por la adquisición de bonos cupón cero. Se acordó eliminar las amortizaciones de capital correspondientes a los créditos de 1983, 1984 y 1987, así como los de la deuda reestructurada en 1983. También se implantó un programa de intercambio de deuda por capital por un monto de 3 500 millones de dólares con un descuento de 35% en un plazo de 3 años. Finalmente, se decidió dejar abiertas las líneas interbancarias de crédito de la banca extranjera a las sucursales de bancos nacionales en el exterior y dar la posibilidad de la recompra de deuda en el mercado secundario.

⁴ Con el objeto de promover un funcionamiento eficiente y el desarrollo equilibrado de las organizaciones auxiliares del crédito, se autorizó a las empresas de factoraje financiero obtener recursos mediante préstamos y créditos de instituciones financieras nacionales o del exterior y suscribir papel comercial o títulos de crédito. Asimismo, en el caso de las aseguradoras, se permitió la coinversión con aseguradoras, reaseguradoras, afianzadoras y agentes del exterior, y se flexibilizó su sistema de contratación.

Anexo A

CARACTERISTICAS DE LOS AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR)

El ADR es un certificado que representa la propiedad de un número específico de acciones de una empresa extranjera y que se coloca y cotiza en el mercado de valores de Estados Unidos. Los ADR fueron creados en 1927 por el banco Morgan con el fin de incentivar la adquisición de títulos extranjeros en los Estados Unidos.

En la creación de un ADR participan principalmente tres instituciones: a) el banco custodio que es la institución encargada de mantener en su cuenta los títulos de la emisora local que respaldan el ADR; b) la institución depositaria, la cual es el organismo responsable de la custodia física de los títulos, así como de su asignación a las cuentas respectivas de sus poseedores; c) la institución emisora, quien es la entidad extranjera que emite los ADR, siendo responsable ante los inversionistas extranjeros, al garantizar y respaldar la existencia de los títulos locales.

Una condición importante de los ADR se refiere al acuerdo contractual de colocación. En el caso de las emisiones no patrocinadas, la colocación y cotización de los títulos se lleva a cabo sin ningún acuerdo entre la empresa emisora de las acciones y las instituciones que se encargan de la emisión y custodia de los títulos. Bajo este esquema, la iniciativa de emitir ADR no patrocinados depende del banco o institución que actúe como emisor, debido a la demanda del mercado o como una opción de portafolio adicional para sus clientes.¹

La segunda categoría está conformada por tres tipos de programas patrocinados, que a diferencia de los no patrocinados, se caracterizan por un acuerdo contractual entre la empresa no estadounidense interesada en la cotización de sus valores y alguna institución bancaria o de inversión estadounidense.

El Programa de ADR Patrocinados Nivel-I es la vía más rápida y sencilla mediante la cual empresas no estadounidenses pueden tener acceso a la cotización de sus valores en los mercados de capitales de ese país. Este tipo de patrocinio permite a dichas empresas colocar sus valores en el mercado *over the counter*, sin tener que cumplir con los requisitos establecidos por la SEC para la cotización de valores extranjeros, y sin que las empresas interesadas alteren sus procesos de disseminación de información.

¹ A raíz de la reducida participación de la empresa foránea en la emisión, los ADRs no patrocinados generalmente transfieren al precio de compra, y por lo tanto, al inversionista, los costos administrativos que conlleva la emisión de dichos documentos. Dentro de este tipo de emisiones, el principal ejemplo mexicano lo constituye la serie A de acciones de la empresa Teléfonos de México, que se negocia en el mercado estadounidense del NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*).

A diferencia del nivel de patrocinio descrito anteriormente, el programa de ADR patrocinados Nivel II se da cuando la empresa emisora desea aumentar su grado de exposición en los mercados estadounidenses, listando los ADR correspondientes en algún mercado de valores. Para ello, es necesario que la emisora cumpla con los requisitos que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) y NASDAQ establecen en base a los "principios contables generalmente aceptados". Este nivel de ADR se conoce como *Listing Program*.

Los programas para ADR patrocinados Nivel III son conocidos como *Offering Program*. A través de ellos se obtiene una mayor penetración a los mercados estadounidenses posibilitando a la respectiva empresa a aumentar su capital vía la colocación de sus valores. Este tipo de emisiones debe cumplir con las disposiciones específicas que determine la SEC y el NASDAQ. La complejidad de los requisitos, en comparación con las emisiones del Nivel II, es mayor debido a la protección que estas instituciones procuran a los inversionistas estadounidenses.

Anexo B

EXPERIENCIA DE LAS EMPRESAS MEXICANAS CON ADR

La experiencia mexicana con ADR se remonta a los años sesenta. En esa década, la empresa Tubos de Acero de México S.A. cotizaba sus acciones en el *American Stock Exchange* (AMEX).

Sin embargo, sólo a finales de la década del ochenta surgieron programas adicionales con Teléfonos de México S.A. y CIFRA S.A. Estas emisiones fueron producto de la demanda estadounidense por valores latinoamericanos, ya que fueron no patrocinados. En contraste, a principios de los años noventa, varias empresas mexicanas mostraron interés por emitir títulos en el extranjero. A partir de esta fecha, los ADR patrocinados muestran un desarrollo considerable.

El cuadro B-1 muestra las ofertas de acciones de empresas de países latinoamericanos en el mercado de valores estadounidense en el período julio 1990-diciembre 1992. De las ofertas registradas con la SEC, las empresas mexicanas participaron con 4 431 millones de dólares equivalentes al 90% del total. De las ofertas sujetas a la regla 144 A, las empresas mexicanas participaron con 4 206 millones de dólares equivalentes al 63% del total.

Cuadro B-1

OFERTAS INTERNACIONALES DE ACCIONES DE EMPRESAS DE PAISES LATINOAMERICANOS^a (Desde julio de 1990 a diciembre de 1992)

| Países | Número de ofertas | | Montos en US\$ millones | |
|-----------|--|---------------|---------------------------|---------------|
| | Registradas con la SEC ^b | Norma 144A | Registradas con la SEC | Norma 144A |
| Argentina | 0 | 3 | 0.0 | 2 188.3 |
| Brasil | 1 | 0 | 270.0 | 0.0 |
| Chile | 2 | 1 | 145.5 | 72.7 |
| México | 6 | 16 | 4 430.7 | 4 206.4 |
| Panamá | 1 | 0 | 88.0 | 0.0 |
| Venezuela | 0 | 3 | 0.0 | 205.5 |
| Total | 10 | 23 | 4 934.3 | 6 672.9 |

Fuente: R.C. Harper, *Factors Impacting a Latin American Corporation's Access to the International Capital Market*, Goldman Sachs y Cía., Nueva York, 1992.

^a Incluye el monto total de las ofertas.

^b SEC: *Securities and Exchange Commission* (Comisión de Valores de Estados Unidos).

Anexo C

FONDOS PAIS

Los fondos país o fondos de inversión extranjera son fondos mutuos, constituidos en el exterior, que aglomeran recursos de inversionistas de países desarrollados con miras a adquirir y transar valores en los propios mercados domésticos de uno o más países en desarrollo. Los fondos de inversión extranjera muestran habitualmente una importante composición accionaria, atraídos por la perspectiva de alzas en los índices bursátiles y por el potencial de ganancias de sociedades anónimas abiertas localizadas en sectores de alto crecimiento.

En los últimos años, los fondos país han mostrado un fuerte crecimiento en los mercados internacionales, especialmente en el estadounidense. En septiembre de 1992 operaban 65 fondos dirigidos a la región latinoamericana con un valor de mercado de 5 310 millones de dólares. De estos fondos, 32 tenían una cobertura latinoamericana o de varios países y 33 fondos se dirigían a países específicos. En esa fecha, 11 fondos país transaban valores mexicanos. El más importante era el "fondo México" cuyo valor de mercado alcanzaba a 553 millones de dólares.

Anexo D

MERCADO DE BONOS

Los bonos son uno de los instrumentos más importantes de financiamiento de largo plazo que se transan en los mercados internacionales. El mercado de bonos de Estados Unidos transa colocaciones extranjeras en dólares. En cambio, el euromercado se caracteriza por operaciones realizadas fuera del país de origen del emisor en denominaciones de moneda distinta a la del país donde se efectúa la colocación.

La parte superior del cuadro D-1 muestra que el euromercado transa alrededor del 90% de las colocaciones de bonos extranjeros. La parte inferior de este cuadro señala que las colocaciones de bonos latinoamericanos aumentaron rápidamente en ese mercado en los últimos años, que obtienen una participación de 0.4% en 1988 a un 3.2% en 1992. Los bonos mexicanos jugaron un papel preponderante en esta expansión al representar más del 40% de las colocaciones latinoamericanas en 1990-1992.

Cuadro D-1

1. COLOCACIONES DE BONOS EXTRANJEROS

(En millones de dólares)

| Mercado | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Euromercado | 179 300 | 222 100 | 173 900 | 239 200 | 267 200 |
| Estados Unidos | 19 000 | 15 300 | 15 500 | 29 100 | 39 200 |
| Japón | 5 000 | 6 900 | 8 500 | 5 200 | n.d. |

2. COLOCACIONES LATINOAMERICANAS EN EL EUROMERCADO

(En millones de dólares)

| País | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|
| México | - | 89 | 718 | 1 934 | 3 408 |
| Brasil | - | - | - | 1 450 | 2 719 |
| Argentina | - | - | 21 | 620 | 1 458 |
| Venezuela | 756 | 263 | 254 | 580 | 831 |
| Uruguay | - | - | - | - | 99 |
| Colombia | - | - | - | - | - |
| Total Latino Americano | 756 | 352 | 993 | 4 584 | 8 505 |
| Participación (%) | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 1.9 | 3.2 |

Fuente: *International Primary Market Association.*