

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

27

FLUJOS DE CAPITAL: EL CASO DE MÉXICO

José Angel Gurría Treviño



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

FLUJOS DE CAPITAL: EL CASO DE MÉXICO

José Angel Gurría Treviño



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONOMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA**

Santiago de Chile, agosto de 1994

LC/L.861
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por el señor José Angel Gurría Treviño, ex Director General del Banco Exterior de México, para el Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina". 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.

El Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina" fue realizado por la CEPAL, en colaboración con el Instituto Norte-Sur de Ottawa, Canadá. El proyecto contó con el apoyo financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) de Canadá.

INDICE

	<i>Página</i>
Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO QUE ENTRARON A MEXICO ENTRE 1971 Y 1982	11
II. EL PERIODO DE LA CRISIS DE LA DEUDA. MEXICO SE CONVIERTE EN EXPORTADOR NETO DE CAPITALES (1983-1989)	15
III. EL REGRESO DE MEXICO A LOS MERCADOS VOLUNTARIOS DE CAPITAL	17
1. La reforma económica	18
2. Características de los flujos de capitales	19
3. El papel de las políticas monetaria y cambiaria	25
IV. CONCLUSIONES	29
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	31
Anexo 1: HISTORIA DE LOS REGIMENES CAMBIARIOS EN EL MEXICO MODERNO	33
Anexo 2: DISTRIBUCION DE LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA	37
Anexo 3: CUADROS ESTADISTICOS Y GRAFICOS	41

PREFACIO

Le estamos muy agradecidos al IDRC por responder rápidamente a la necesidad de investigación en este nuevo e importante tema y por proporcionar apoyo financiero al proyecto. Queremos también expresar nuestra gratitud a la CEPAL por su respaldo intelectual y financiero al proyecto así como por acoger en su sede la realización de dos talleres, y al Banco Mundial por aportar un estudio realizado por miembros de su personal.

Este proyecto tiene algunas características singulares. Una es la interacción de especialistas de alto nivel, tanto académicos como responsables de formular las políticas, y de expertos de los países desarrollados y en desarrollo. El proyecto se benefició también de la participación de colegas de los organismos internacionales, como la CEPAL, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Una segunda característica de los proyectos del IDRC, aplicada también al presente estudio, es el uso de varias reuniones de autores, con comentaristas invitados, para enriquecer los resultados y compartir las experiencias. De ese modo, se realizó la primera reunión en marzo de 1993 en Santiago, en la sede de CEPAL, para analizar un documento marco de referencia para el proyecto preparado por Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, así como esquemas de trabajos sobre estudios de casos. Se realizó una segunda reunión en la CEPAL en Santiago en diciembre de 1993 con el fin de examinar los borradores de los trabajos que se incluyen en esta serie de documentos. En esta última reunión, se contó con valiosos aportes hechos por comentaristas, entre ellos representantes del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Estados Unidos, del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional, de instituciones financieras privadas (británicas, norteamericanas y chilenas), así como de académicos.

Además, se llevaron a cabo en Londres (en el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres), en Washington, D.C. (en la Brookings Institution y en el Banco Interamericano de Desarrollo) y en Nueva York (en las Naciones Unidas) una serie de reuniones finales muy exitosas, cuyo objetivo era presentar los resultados del proyecto a académicos de alto nivel, financistas privados, representantes de bancos centrales y periodistas. Les estamos muy agradecidos a Victor Bulmer-Thomas (en Londres), Nora Lustig y Robert Devlin (en Washington) y Cristián Ossa (en Nueva York) por su decisiva ayuda en la organización de reuniones de tan alto nivel. Agradecemos también en forma muy especial a Enrique Iglesias, Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, y a Jean Claude Milleron, Subsecretario General de las Naciones Unidas, sus estimulantes y agudos comentarios.

Los trabajos incluidos en el presente proyecto se dividen en tres grupos. El primero aborda las fuentes de flujos financieros, haciendo una distinción entre los créditos y las inversiones de Estados Unidos y Canadá (fuente principal de los flujos privados hacia América Latina en el decenio de 1990), los créditos e inversiones de Europa (los flujos provenientes de Europa, aunque en el segundo lugar en importancia después de los de los Estados Unidos, son de mayor trascendencia de lo que generalmente se percibe en la región de América Latina), y los fondos provenientes de Japón (caracterizados hasta ahora por su nivel más bien bajo).

Si bien en este proyecto se establece una diferencia entre la escala, las características y las motivaciones de los inversionistas y prestamistas de América del Norte, Europa y Japón (distinción que a nuestro entender es valiosa para lograr una mejor comprensión de los diferentes mercados), vale la pena mencionar los límites de esa distinción, debido a la tendencia hacia la universalización de los mercados financieros. Cada uno de los trabajos sobre las fuentes de los flujos financieros analiza separadamente la inversión extranjera directa, los valores (tanto bonos como acciones) y los créditos bancarios; cada uno de ellos examina las motivaciones de los prestamistas y los inversionistas, así como la reglamentación existente que afecta a dichos flujos.

El segundo grupo de trabajos trata en profundidad las características de los flujos de capital y sus efectos macroeconómicos, al igual que la respuesta de las autoridades económicas en materia de políticas en tres países de América Latina: Argentina, Chile y México. Los tres países se hallan entre los que han experimentado aumentos particularmente considerables de afluencia de capital durante el decenio en curso, con un incremento especialmente notable en el caso de México. Se hace hincapié en la variedad de las respuestas de las autoridades económicas a las cuantiosas corrientes de capital en los tres países; esas respuestas se relacionan fundamentalmente con los intentos: a) por moderar el efecto de los ingresos de capital en la apreciación del tipo de cambio (especialmente en el caso de Chile); b) por reducir el efecto monetario de las operaciones de divisas, y c) por moderar la afluencia de capital, en especial el de corto plazo (como se hizo en México y especialmente en Chile).

En la tercera sección de grupo de trabajos se exponen las repercusiones en materia de políticas para los países receptores, y las enseñanzas dejadas por los estudios de casos de los mercados. Un tema importante de esta sección es que el hecho de que se hayan reanudado los flujos de capital privado hacia América Latina debe acogerse con beneplácito, debido tanto a su potencial aporte positivo a la recuperación de la actividad económica y desarrollo de la región, como a las mayores posibilidades de rentabilidad para los inversionistas y prestamistas de los países industriales; sin embargo, para hacer sostenibles los beneficios mutuos de esos flujos, los gobiernos de los países originarios del financiamiento y los de los países receptores deberían adoptar ciertas medidas. Entre las que se han analizado se hallan un mejor seguimiento de los flujos de fondos y una supervisión coordinada de las mismas. Se identifican los vacíos en materia de regulación, que deben corregirse con cierta urgencia, como la reglamentación mundial de los valores mobiliarios. De igual importancia es que en los países receptores se adopten medidas macroeconómicas adecuadas (por ejemplo, para evitar la excesiva apreciación cambiaria) con el fin de hacer sostenibles a largo plazo los beneficios de los flujos privados de capital.

Los trabajos que componen el proyecto se escribieron principalmente en un período de abundancia (y en verdad de sobreabundancia) de flujos de capital destinados a América Latina, y prevalecían los temas relacionados con la gestión de dicha abundancia. En momentos en que se publica este documento (mediados de 1994), hay incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de esos flujos de financiamiento a los

niveles recientes. Estas eventuales nuevas tendencias son consistentes con el énfasis que hemos dado a la inestabilidad de importantes componentes de esos flujos y a sus implicaciones de política económica.

Queremos agradecer la colaboración técnica de Alvaro Calderón y Daniel Titelman y la valiosa labor de preparación del manuscrito final efectuada por la Sra. Lenka Arriagada.

Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones
Coordinadores del Proyecto

INTRODUCCION

Durante los seis años que siguieron a la crisis de la deuda de 1982, la mayoría de los países deudores de América Latina se encontraron en una situación radicalmente distinta a la que experimentaron en la década de los setenta, ya que de ser receptores de cuantiosos flujos de capital externo, principalmente vía endeudamiento externo, se convirtieron en exportadores netos de capital en montos significativos. Sin embargo, a partir del segundo semestre de 1989 comenzó a observarse un cambio pronunciado en esa tendencia, a tal grado que en la actualidad varios países de América Latina, entre ellos México, figuran en la lista de los mercados emergentes más dinámicos del orbe.

De esta manera, desde la perspectiva de los países en desarrollo, uno de los aspectos más relevantes del llamado proceso de globalización del sistema financiero internacional, es la gran cantidad de capitales que se han dirigido hacia esas naciones en los últimos cuatro años, así como los desafíos que plantea este fenómeno en cuanto al manejo de la política monetaria y de tipo de cambio de cada país, con el fin de evitar efectos adversos sobre la demanda agregada y la inflación. Al respecto, se han planteado múltiples inquietudes que van desde tratar de explicar las causas que han originado el cambio en la dirección de los flujos de capital privado, hasta una preocupación comprensible por tratar de prever el grado de permanencia de estos capitales en los países receptores y la manera más apropiada de abordar la política económica para evitar impactos macroeconómicos indeseables. Pero, es obvio que la preocupación principal de los gobiernos radica en encontrar los medios que permitan obtener ventaja de la coyuntura actual para financiar el desarrollo de actividades productivas, así como, en una perspectiva de largo plazo, poner en marcha acciones que promuevan las corrientes de flujos de capital continuas, suficientes y, sobre todo, predecibles.

Los factores que explican la dramática modificación, tanto en la dirección de los flujos de capital como en su composición, son de orden interno y externo. Entre los primeros, se encuentran los resultados positivos de los programas de reforma económica aplicados por varios países en desarrollo, pues es indudable que la instrumentación de una política económica consistente y los progresos en la estabilización, han creado un ambiente favorable para realizar inversiones, sin perder de vista que precisamente uno de los efectos de la política monetaria restrictiva que ha acompañado a los programas de estabilización, ha sido el mantenimiento de elevadas tasas reales de interés. Adicionalmente, una gran parte de los países en desarrollo ha reestructurado su deuda externa sobre bases permanentes, normalizando sus relaciones financieras con el exterior.

Entre los factores de orden externo están los avances de tipo tecnológico, que se han traducido en una constante innovación de productos y servicios financieros, así como en la movilización a una velocidad casi instantánea de una enorme cantidad de capitales. Asimismo, la tendencia a la desregulación de los mercados financieros tanto de países industrializados como en desarrollo, ha hecho posible reducir los costos de transacción y aumentar el espectro de posibilidades de inversión. Al quedar inmersos estos eventos en un contexto internacional recesivo e incierto, caracterizado por una fuerte contracción de las economías más importantes, el debilitamiento del dólar y la reducción a niveles

históricamente bajos de las tasas de interés, han contribuido indudablemente al notable incremento del flujo de capitales hacia algunos países en desarrollo.

En el presente trabajo se estudian las tendencias de los flujos de capitales en México durante los últimos veinte años. En este lapso es posible distinguir tres subperíodos: 1) de 1971 al primer semestre de 1982, cuando hubo una entrada considerable de capital externo, principalmente a través de los créditos de los bancos comerciales internacionales; 2) de finales de 1982 al primer semestre de 1989, lapso en el que se suspendieron los créditos voluntarios y el país se convirtió en exportador neto de capital; y 3) del segundo semestre de 1989 a la fecha, cuando tiene lugar el retorno a los mercados internacionales de capital. El último subperíodo constituye la parte central del documento. En él, se analizan las formas que ha adoptado el retorno de México a los mercados voluntarios de capital, las profundas modificaciones económicas y de tipo regulatorio que han permitido la captación de nuevas modalidades de inversión extranjera y el papel de las políticas monetaria y de tipo de cambio en la absorción de los flujos de capital excedentes. Finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo.

I. PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO QUE ENTRARON A MEXICO ENTRE 1971 Y 1982

Tradicionalmente México, como cualquier otro país en desarrollo, ha recurrido al financiamiento externo para cubrir sus necesidades de inversión, debido a la insuficiente generación de ahorro interno. Lo que ha variado, a través del tiempo, ha sido la composición de las fuentes de recursos externos. Durante el período que comprende de la década de los cuarenta a los sesenta, dicho financiamiento provino en su mayor parte de la inversión extranjera directa (IED) y de los créditos oficiales. En los años setenta, el surgimiento y desarrollo de los mercados del Eurodólar y el reciclaje de petrodólares, provocaron un aumento considerable de la oferta de financiamiento externo de fuentes privadas, que colocaron a la banca comercial como el principal acreedor del país.

Pero además, en los primeros años de los setenta, en algunos círculos académicos y gubernamentales se comenzaron a cuestionar las ventajas de promover el acceso de inversión extranjera directa. Estas inquietudes se reflejaron en las restricciones contenidas en la "Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera", que entró en vigor en 1973. En ella, se establecieron las áreas reservadas exclusivamente al Estado y a los mexicanos.¹

Así, el flujo de inversión extranjera directa, que había aumentado a una tasa promedio anual de 10% entre 1959 y 1970, creció apenas 4% en promedio anual de 1971 a 1976. Aunque de ninguna manera esta contracción puede atribuirse únicamente a un cambio de tipo legal, indudablemente sí fue uno de los elementos que contribuyeron a provocarla.

En forma simultánea al incremento de la oferta de fondos prestables del exterior, ocasionado por el auge de los Euromercados, la política económica del gobierno mexicano comenzó a dar un giro de 180 grados con respecto a la política del "desarrollo estabilizador". Las metas de inflación de un dígito y de finanzas públicas equilibradas, cedieron su lugar a una estrategia de crecimiento basada en el incremento sustancial del gasto público. Dado que no hubo un intento por aumentar los ingresos fiscales, la brecha se cubrió con endeudamiento externo. Entre 1972 y 1982, el saldo de la deuda externa creció 28% en promedio anual, lo que significa su ritmo de crecimiento más alto del presente siglo. Mientras tanto, el déficit público aumentó constantemente, hasta alcanzar 16.9% del PIB en 1982, contra un porcentaje de 4.5% en 1972.²

¹ La Ley también estableció los diferentes porcentajes en los que podía participar la inversión extranjera en empresas mexicanas, la cual, en ningún caso podría exceder 49%, si bien la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras quedó facultada para resolver sobre el aumento o disminución de los porcentajes de participación. De acuerdo con la Ley, se reservó exclusivamente al Estado las siguientes actividades: a) petróleo y los demás hidrocarburos; b) petroquímica básica; c) explotación de minerales radioactivos y generación de energía nuclear; d) algunos casos de la minería; e) electricidad; f) ferrocarriles; y g) comunicaciones telegráficas. A mexicanos se reservaron: a) radio y televisión; b) transporte automotor urbano, interurbano y en carreteras federales; c) transportes aéreos y marítimos nacionales; d) explotación forestal; y e) distribución de gas.

² La nueva estrategia provocó, a partir de 1973, el crecimiento acelerado de la inflación, que promedió 23.9% anual entre ese año y 1982 (contra 4.7% promedio anual entre 1954 y 1970, período del "desarrollo estabilizador"), así como un marcado deterioro de la cuenta corriente, cuyo déficit como proporción del PIB pasó de 2.4% en 1971 a 6.4 % en 1981.

En este escenario, el tipo de cambio real se apreció sustancialmente, lo que en un sistema financiero escasamente desarrollado y poco apto para ofrecer instrumentos atractivos en contextos inflacionarios, provocó una salida considerable de divisas con carácter especulativo (fuga de capitales). Se estima que entre 1973 y 1982 salieron del país alrededor de 26 mil millones de dólares por esta vía.³

Es conveniente aclarar que entre 1954 y 1976 la política cambiaria de México se caracterizó por el mantenimiento de un tipo de cambio fijo (a una paridad de 12.50 pesos por dólar), con libre convertibilidad y sin restricciones a la movilidad de capitales. Con tipo de cambio fijo, el déficit de la cuenta corriente se ajustó mediante los siguientes mecanismos: a) variaciones de las reservas internacionales; b) el aumento de la protección efectiva (es decir, encareciendo las importaciones); y c) el establecimiento de incentivos fiscales a la exportación (abaratando las exportaciones). En realidad estas medidas agravaron el desequilibrio fiscal y restaron competitividad a la planta productiva.

Poco a poco la economía fue entrando en un círculo vicioso que restó considerables grados de libertad a la política económica. En efecto, el déficit fiscal, al expandir la demanda agregada, ocasionaba un aumento del déficit de la cuenta corriente, éste se contrarrestaba reduciendo las reservas internacionales, contratando mayores créditos externos y/o aumentando la protección efectiva y los incentivos fiscales a la exportación. Las dos últimas medidas impactaban negativamente el déficit público, en tanto que la primera generaba inestabilidad al tipo de cambio y alentaba, tanto la creciente dolarización de los activos financieros, como las fugas de capital; éstas últimas, a su vez, aumentaban los requerimientos de endeudamiento externo, afectando negativamente el déficit público.

El deterioro de las finanzas públicas, el aumento de la inflación, las fugas de capital y el desequilibrio externo, más la contracción de la inversión privada, condujeron a la devaluación del tipo de cambio el 31 de agosto de 1976. Entre esta fecha y el 30 de noviembre de 1976 se adoptó un régimen de tipo de cambio flotante, que condujo, finalmente, a una devaluación de 80%. Entre diciembre de 1976 y agosto de 1982, se aplicó un sistema de deslizamiento controlado, que hasta febrero de 1982 operó a nivel formal, ya que el tipo de cambio permaneció prácticamente sin variaciones.

En el período comprendido entre 1978 y 1981, la inversión pública se disparó considerablemente (se duplicó en términos reales). El motivo principal de dicho incremento fue la expansión del sector petrolero, cuando había expectativas muy favorables de mediano plazo sobre los precios del energético en el mercado internacional. Una buena parte de esta inversión se financió con recursos externos. Al respecto, los flujos de capitales externos hacia el país continuaron mostrando el predominio de los empréstitos de la banca comercial; el saldo de la deuda pública externa registró una tasa de crecimiento media anual de 28% en esos años. Sin embargo, también hubo un crecimiento importante de la inversión extranjera directa, cuyo saldo aumentó a una tasa de 19% promedio anual en ese mismo lapso.

A los cuantiosos flujos de capitales externos, se agregaron las entradas de divisas por exportación de petróleo. A pesar de que se realizaron cambios de gran importancia en la política monetaria, como fue el caso de la introducción de los Certificados de la Tesorería (Cetes), un instrumento más práctico para el financiamiento del déficit público que además posibilitó la realización de operaciones de mercado abierto, se continuó utilizando el encaje legal como mecanismo de regulación monetaria. Así, en un principio, el uso de Cetes no tuvo un gran impacto en la regulación de la liquidez de la economía

³ Esta cifra se basa en la metodología desarrollada por José Angel Gurría y Ricardo S. Fadi (1991).

y, por ende, para esterilizar parte de los efectos monetarios de la enorme cantidad de capitales externos que ingresaron al país entre 1978 y 1981. Sin embargo, a partir de 1979 se intentó dar mayor flexibilidad a las tasas de interés, al establecer la revisión semanal de las tasas de los depósitos denominados en pesos.

Estas medidas fueron insuficientes para contener la creciente apreciación del tipo de cambio. A pesar de que se mantuvieron tasas de interés reales positivas para compensar el riesgo cambiario, lo único que se ocasionó con ello fue una validación de las expectativas de devaluación, lo que retroalimentó la salida de capitales.⁴

Para contrarrestar la agudización de la crisis especulativa se decretó un control de cambios al mismo tiempo que la estatización de los bancos comerciales, exacerbando el ambiente de incertidumbre. Así, a pesar del estricto reglamento y vigilancia para llevar a cabo operaciones en moneda extranjera, se estima que la fuga de capitales tan sólo en el último trimestre de 1982 fue de 2.400 millones de dólares; es decir, 40% de las exportaciones totales en ese período.

El control de cambios, además de resultar ineficaz para detener los movimientos especulativos de capital, tuvo por resultado el traslado de la mayor parte de las operaciones con divisas a las casas de cambio y a los bancos estadounidenses ubicados en la zona fronteriza.

⁴ La apreciación del tipo de cambio real entre 1978 y principios de 1982 (aproximadamente 27%), y el desplome del precio internacional del petróleo en el segundo semestre de 1981, empezaron a generar un clima de gran incertidumbre, que se reflejó en una cuantiosa fuga de capitales y, posteriormente, en la virtual interrupción de los créditos del exterior y de la IED. Estos acontecimientos dieron lugar a las devaluaciones de 1982 (febrero, agosto y diciembre). Además, después de la devaluación del peso en agosto de ese año, se estableció un rígido control de cambios, por lo que, por primera vez en la historia de México, se perdía la libre movilidad y convertibilidad de la moneda.

II. EL PERIODO DE LA CRISIS DE LA DEUDA. MEXICO SE CONVIERTE EN EXPORTADOR NETO DE CAPITALES (1983-1989)

De 1983 a 1987 las políticas monetaria y cambiaria tuvieron como propósito fundamental restablecer el equilibrio externo y colaborar a la estabilización de la economía. Ambas políticas estuvieron marcadas por la crisis generalizada por la que atravesó la economía a partir de 1982, la más grave desde la Gran Depresión.

En primer término, para contar con una política cambiaria eficaz, se requería ordenar el mercado cambiario, así como simplificar y agilizar su operación. Esto debía hacerse en condiciones macroeconómicas cuya característica era la aguda escasez de reservas internacionales, escasez de flujos de capital, la falta de competitividad de la planta productiva y, particularmente, la carga de la deuda externa. Esa situación impedía liberar por completo el mercado de divisas en el corto plazo. Por tanto, el 20 de diciembre de 1982 comenzó a operar un régimen de tipo de cambio dual con un mercado libre y otro controlado. El primero regiría para el comercio de bienes y algunos servicios, así como para el pago del servicio de la deuda externa pública y privada, en tanto que el segundo se aplicaría a las demás transacciones, tales como el turismo y el intercambio fronterizo. Al mismo tiempo se anunció un deslizamiento de 13 centavos diarios, lo que equivalía a una depreciación de 50% anual.⁵

Por su parte, la política monetaria buscó incrementar los niveles de ahorro interno y de la intermediación financiera, mediante el ofrecimiento de tasas reales de interés positivas. Además, se evitaría la emisión primaria como fuente de financiamiento del sector público. Sin embargo, debido a las fuertes presiones ocasionadas por el sobreendeudamiento externo del país, fue necesario aplicar una política monetaria sumamente restrictiva en algunos años.

En efecto, a pesar de los innegables avances en materia de saneamiento de las finanzas públicas, la carga excesiva de la deuda externa -en un contexto de drástica reducción de los créditos externos y de los flujos de inversión extranjera directa-, provocaron que el financiamiento del déficit público se apoyara, tanto en un elevado encaje legal como en la creación de deuda interna. La tasa de inflación, que se disparó a niveles sin precedente, y la elevación de las tasas nominales de interés, hacían más oneroso el pago de intereses sobre la deuda interna, lo cual impactaba negativamente el déficit fiscal

⁵ La fijación del tipo de cambio en los dos mercados se hizo estableciendo un margen de subvaluación inicial suficiente para absorber el ajuste de los precios internos y para dar el espacio necesario para que otras medidas del programa de estabilización pudieran inducir una disminución de la inflación. Se estima que en diciembre de 1982 el margen de subvaluación del tipo de cambio controlado fue de 28% y en diciembre de 1983 de 15%. El tipo de cambio nominal esencialmente se ajustó a las condiciones de mercado, aunque en ocasiones el Banco de México intervino ambos mercados y la diferencia entre las dos cotizaciones se amplió considerablemente, tal y como ocurrió en 1985.

Sin embargo, en 1985 los esfuerzos iniciales no llevaron a los resultados previstos, principalmente en términos de finanzas públicas; más aún, dichos esfuerzos se vieron nulificados por dos circunstancias muy negativas: los terremotos de 1985 que exigieron un enorme gasto en reconstrucción y en 1986 la caída del precio del petróleo mexicano, de un promedio de 25 dólares por barril en 1985 a 12 dólares en 1986.

En respuesta, las políticas fiscal y monetaria fueron aún más restrictivas, y el tipo de cambio real se depreció considerablemente (48% en 1986 con respecto a 1985). La notable mejoría en la posición externa de México en 1986-87, cuando se registró un superávit importante en la cuenta corriente de la balanza de pagos, fue acompañada, sin embargo, de un repunte de los precios. Las tasas de interés fueron altas en consecuencia, con lo que se impuso una presión adicional a las finanzas públicas por el componente inflacionario de los intereses. La espiral inflacionaria, que fue agravada por la mayor frecuencia de ajustes a salarios y precios oficiales, junto con la caída de la bolsa de valores en octubre de 1987, resultó en importantes fugas de capital. En respuesta, el Banco de México se retiró del mercado de cambios, por lo que el peso se devaluó drásticamente, generando mayor incertidumbre.

La política económica que siguió a estos hechos consistió en la aplicación de un programa de estabilización de corte heterodoxo, de acuerdo con el cual, el tipo de cambio se convirtió en el ancla nominal de los precios. Los elementos básicos de este programa fueron los siguientes:

- El tipo de cambio se mantuvo fijo en una primera etapa y, posteriormente, se puso en marcha un sistema de administración concertada.
- Con el fin de reducir el desequilibrio fiscal, se estableció un control riguroso del gasto público, se puso en marcha una profunda reforma fiscal, se aumentaron los precios de los bienes y servicios producidos por el sector público y se profundizó el proceso de desincorporación de empresas públicas.
- Se instrumentó una política monetaria restrictiva.
- Se profundizó la apertura comercial mediante la reducción sustancial de aranceles y la eliminación de barreras no arancelarias.
- El programa se instrumentó mediante un mecanismo de concertación -"Pacto"- entre los agentes económicos (obreros, campesinos, empresarios y gobierno), quienes establecen compromisos con relación a las variaciones de precios claves.

Los principales resultados de estas medidas se reflejaron en una drástica caída de la inflación, de 159% en 1987 a 20% en 1989, una reducción de once puntos porcentuales del déficit público, un incremento del PIB de 1.8% en 1987 a 3.1% en 1989 y finalmente, un ambiente de estabilidad que permitió a los inversionistas planear sobre un horizonte de mediano y largo plazo.

III. EL REGRESO DE MEXICO A LOS MERCADOS VOLUNTARIOS DE CAPITAL

Desde el segundo semestre de 1989, México se convirtió en receptor de montos significativos de capitales externos. Este resultado se explica por la conjunción de factores tanto internos como externos; entre ellos podemos mencionar los siguientes: la reducción de las tasas reales de interés a corto plazo en los mercados internacionales; la recesión de los países industrializados; el deterioro de los términos de intercambio que provocaron un creciente déficit de la cuenta corriente de México, en presencia de una amplia oferta de fondos externos; y, cambios en las regulaciones de los mercados de capital en Estados Unidos, que han reducido el costo de transacción a los agentes que acceden a los mercados desde México.⁶

Por otra parte, la afluencia de capitales también ha obedecido a factores existentes en la propia economía mexicana. Entre éstos destaca el alto nivel de las tasas de interés reales, en un principio estrechamente relacionadas con la puesta en marcha del programa de estabilización y, posteriormente, por efecto de la política de esterilización parcial de los flujos de capital. Además del ofrecimiento de rendimientos reales atractivos, es indudable que el avance en la consolidación de las reformas económicas iniciadas en 1983 ha influido positivamente en la atracción de capitales externos. En particular, el paquete de reestructuración 1989-92 de la deuda pública externa fue un factor clave para generar mayor certidumbre entre los inversionistas sobre la viabilidad del programa económico y, por ende, mejoró la percepción del riesgo-país. (Véase el gráfico 1.)

La reestructuración del saldo de la deuda sobre bases permanentes; es decir, mediante la reducción del saldo y de las tasas de interés, produjo un efecto inmediato sobre los requerimientos financieros del sector público, no sólo por el efecto del acuerdo con los acreedores, sino por el hecho de que las tasas de interés internas disminuyeron drásticamente, en virtud de las mejores expectativas sobre la viabilidad del programa económico. Adicionalmente, los recursos provenientes de las privatizaciones se utilizaron para reducir el saldo de la deuda pública, tanto interna como externa, lo que ha revertido el círculo vicioso en el que estaban inmersas las finanzas públicas.

No es fortuito, entonces, que sea a partir del segundo semestre de 1989 -cuando había concluido la parte más difícil de las negociaciones con los acreedores externos- que tenga lugar el retorno de México a los mercados internacionales de capital. De esta manera, la cuenta de capital de la balanza de pagos, que había sido deficitaria en el periodo 1983-88 por un monto acumulado de 3,374.3 millones de dólares, revierte esa tendencia y comienza a presentar cuantiosos superávits, que suman 93704 millones de dólares entre 1989 y 1993. El financiamiento proveniente del exterior ha permitido no sólo hacer frente al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino también acumular un monto importante de reservas internacionales, que al 31 de diciembre de

⁶ La aprobación en 1990 del Reglamento S y la norma 144 A. Véase, FMI (1991b) y Culpeper en este mismo volumen.

1993 ascendían a 24.538 millones de dólares, lo que equivale a más de cuatro meses de importaciones. (Véase el gráfico 2.)

La mayor parte de los flujos de capital que han entrado al país en el periodo comprendido entre 1990 y 1993, ha provenido de endeudamiento del sector privado y de inversión extranjera, tanto directa como de cartera. Así, 71.3% se explica por inversión extranjera; de ésta, la directa representa 17.6% del total y la inversión de cartera 53.7%. Del monto total de IED, 10% provino del segundo programa de intercambio de deuda por capital.⁷ Por su parte, el endeudamiento externo del sector privado participa con 25.5%. Un aspecto relevante del reciente ingreso de capital extranjero hacia el país, es que la participación del sector público ha sido más bien modesta únicamente 3.2% del total, en comparación con el periodo de 1970-79, cuando 70% de la captación de capital extranjero correspondió al endeudamiento externo contratado por el sector público. (Véase cuadros 1 y 2.)

1. La reforma económica

La reordenación de la economía mexicana requirió un cambio sustancial de la política económica que se había instrumentado hasta 1982. Dicha estrategia se abocó a la consecución de dos objetivos fundamentales: la estabilización de la economía y el cambio estructural, a través de una economía de mercado, abierta al exterior. A continuación se hará una revisión breve de los principales elementos de la reforma económica de México.

a) *Estabilización de la economía*

Uno de los pilares de la reforma económica ha sido el saneamiento de las finanzas públicas mediante: a) la racionalización del gasto público; b) la privatización de empresas públicas; y c) la adecuación de ingresos, vía la reforma tributaria y la revisión de precios y tarifas de los bienes y servicios que provee el sector público.

De esta manera, aunque el déficit financiero fue alto en el periodo comprendido entre 1983 y 1985, tanto el balance operacional como el balance primario reflejaron en forma más fiel el esfuerzo realizado. En efecto, a partir de 1983 se registró un superávit primario (que no incluye el pago de intereses de la deuda pública total), del orden de 4.7% del PIB, mientras que el balance operacional (que elimina el componente inflacionario del pago de intereses de la deuda interna en moneda nacional), pasó de un déficit de 7.8% del PIB en 1981-82 a un déficit promedio anual de 0.8% durante 1983-88.

El programa heterodoxo de estabilización al que ya se hizo referencia incluía, como parte fundamental, un mecanismo de concertación entre los sectores económicos de la sociedad con el fin de eliminar el componente inercial de la inflación. Dicho programa permitió profundizar las medidas de ajuste y cambio estructural sin que ello implicara una

⁷ Como parte del paquete financiero 1989-1992 firmado con la banca comercial acreedora, el gobierno mexicano acordó llevar a cabo un programa de intercambio de deuda pública por capital (*swaps*). El mecanismo de asignación se realizó mediante dos subastas (julio y octubre de 1990), con resultados muy satisfactorios ya que se obtuvieron precios de canje de 47.95 y 48 centavos por dólar, respectivamente. Estos precios fueron muy cercanos a las cotizaciones que por esos meses presentaba la deuda mexicana en el mercado secundario (alrededor de 43.9 centavos por dólar). Los Derechos de Intercambio que se ejercieron durante el periodo de vigencia del programa (julio de 1990-abril de 1992) permitieron cancelar 813 millones de dólares de deuda pública externa.

contracción en el nivel de actividad económica. De hecho, entre 1989 y 1992 la economía creció a una tasa superior a la del incremento de la población. Así, el déficit financiero del sector público pasó de 5.6% del PIB en 1989 a un superávit de 0.7% en 1993 y, simultáneamente, la economía creció 3.0% en promedio anual durante esos años. (Véase cuadros 3 y 4.)

b) ***Política de cambio estructural***

La primera etapa del cambio estructural tuvo lugar desde 1983, aunque se dio con mayor fuerza después del choque petrolero (1985-86), y se intensificó y generalizó en esta administración. El cambio estructural se basó en seis líneas generales: a) apertura comercial, b) modificaciones al marco regulatorio de las inversiones extranjeras, c) privatización de empresas públicas, d) desregulación económica, e) modificación al marco regulatorio de la tenencia de la tierra y, f) regulación sobre prácticas monopólicas, mediante la promulgación de la Ley de Competencia.

Junto con estas directrices de cambio estructural, la economía mexicana experimentó un profundo ajuste macroeconómico, cuyos principales elementos fueron: a) cambio de los precios clave, b) fortalecimiento de las finanzas públicas, c) pactos sociales para concertar precios y salarios y d) reestructuración de la deuda externa.

2. Características de los flujos de capitales

Una de las tendencias recientes más importantes dentro de las modalidades de captación de recursos externos por parte de los países en desarrollo, es la marcada preferencia por fomentar la entrada de capitales que comparten el riesgo de los proyectos que financian. Esto contrasta con los créditos bancarios comerciales, cuyos rendimientos estaban desligados, en principio, de la rentabilidad del proyecto a financiar. Por esta razón, la competencia por los flujos de capital se ha concentrado tanto en la inversión extranjera directa como de cartera.

La transformación de la economía mexicana de exportadora en importadora neta de capital es el resultado de la búsqueda de ahorro externo para complementar el interno y así sostener el proceso de inversión y crecimiento. El comportamiento del sector privado en este proceso ha sido determinante: en los últimos años la relación de inversión privada entre ahorro privado se ha incrementado, al tiempo que las finanzas públicas han arrojado superávit. El déficit de la cuenta corriente observado en los últimos cinco años tiene un origen muy distinto al del pasado; en la actualidad puede atribuirse al hecho de que la inversión privada esté creciendo más allá de su capacidad de generación de ahorro, por lo que se requieren crecientes cantidades de recursos externos.

Entre 1988 y 1993 el déficit de la cuenta corriente se incrementó en 20.000 millones de dólares aproximadamente, mientras que la inversión fija bruta del sector privado se estima aumentó 32.000 millones de dólares. En forma adicional a la recuperación de la inversión privada, el consumo privado ha mostrado gran dinamismo con una tasa de crecimiento de 4.3% en promedio anual entre 1989 y 1993, lo que explica el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo. En este contexto, es posible detectar dos elementos básicos que han contribuido significativamente al comportamiento de la balanza comercial y, por tanto, de la cuenta corriente: en primer término, la apertura comercial; y, en segundo, la propia entrada masiva de flujos de capital privado, que han contribuido a la apreciación del tipo de cambio real. Se debe

tener presente, sin embargo, que no hay consenso sobre cuál es la mejor forma de construir un índice de tipo de cambio real. (Véase el gráfico 3.)

a) ***Inversión extranjera directa***

A lo largo de la historia económica reciente de México -desde la década de los cincuenta- se observa que la inversión extranjera directa responde a factores tales como: a) el comportamiento de las corporaciones internacionales en cuanto a sus estrategias de expansión y desarrollo de productos; b) el potencial de crecimiento del mercado interno del país receptor; y c) particularmente en los últimos años, a las expectativas de desarrollo de mercados dentro de la tendencia de formación de bloques económicos. Es obvio que la IED también responde a determinantes básicos como lo son el costo del capital, los costos salariales y las regulaciones de tipo jurídico y administrativo. Sin embargo, lo interesante aquí es el hecho de que los movimientos de IED responden de manera importante a estrategias de mercado por parte de las empresas y no únicamente a la tasa de rentabilidad, como ocurre en el caso de la inversión de cartera.

Al estudiar el comportamiento de la IED en México desde una perspectiva de largo plazo, es posible establecer que hasta la década de los setenta este tipo de inversión respondió primordialmente, más que a otras condicionantes, a la tasa de crecimiento de la economía y al desarrollo del mercado interno. El marcado proteccionismo de ese periodo ofreció a la IED ganancias oligopólicas; su escasa contribución al mejoramiento de la competitividad de la economía, provocado básicamente por la protección excesiva, generó presiones de carácter nacionalista para imponer una regulación más estricta al respecto.

En los años ochenta se pueden distinguir cuatro etapas en la captación de los flujos de inversión extranjera directa. La primera de ellas comprende los años de 1980 y 1981, cuando a pesar de los fuertes desequilibrios estructurales que vivía la economía mexicana, el gran dinamismo del mercado interno y el crecimiento del producto eran los determinantes más importantes en el comportamiento de los flujos de IED que se captaron en ese lapso. La segunda etapa está relacionada directamente con el problema de sobreendeudamiento externo, que provocó una contracción muy severa de la economía y también de la IED: de 1982 a 1984 el flujo de IED ascendió en promedio a 836.4 millones de dólares anuales, cifra que resulta 3.6 veces inferior al promedio registrado en el bienio 1980-81 (2.995.4 millones de dólares). En 1985 hubo un ligero repunte, que se consolidó en 1986 y 1987, cuando la IED volvió a aumentar como resultado de la aplicación del Programa de Intercambio de Deuda Pública por Capital (*swaps*). Mediante el mecanismo de *swaps*, la IED se benefició con un subsidio implícito proveniente del diferencial entre el precio al que compraban los inversionistas el papel mexicano de deuda en el mercado secundario y el precio al que lo vendían al gobierno de México.⁸ Estos años, hasta 1989, constituyen lo que sería la tercera etapa.

A partir de 1990 la captación de flujos de IED entra en su cuarta etapa, en la que ésta ha respondido a la recuperación económica, a las modificaciones de tipo regulatorio y, a partir de 1992, a los planes y proyectos de inversión estrechamente relacionados con la expectativa que ha generado la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá. Cabe señalar que las condiciones en que se negociaron las reglas de origen dentro del Tratado dan flexibilidad suficiente para permitir la participación de inversionistas de otras regiones del mundo.

⁸ El descuento implícito del total de operaciones autorizadas en el primer programa de *swaps* fue de 18.7%.

Los flujos de inversión extranjera también están relacionados con algunos cambios que han tenido lugar en el sector real de la economía. Entre 1989 y 1993 se registra un cambio en los precios relativos: el índice de precios de los bienes comerciables ha crecido más lentamente que el índice de los no comerciables. Esto se debe a que la apertura económica ha amortiguado el incremento de precios de comerciables mediante una mayor oferta de importaciones. En consecuencia, el índice de precios de los bienes comerciables en relación con los no comerciables cayó de 140.9 en 1988 a 74.3 en 1993. (Véase el cuadro 5.)

Sin embargo, durante ese periodo no se registran diferencias significativas en las tasas de crecimiento de los sectores productivos, con la excepción del sector agrícola. Así, el PIB creció a una tasa promedio de 3.5% anual, en tanto que la agricultura creció 0.9%, la industria 3.9% y los servicios 4.5%.

Otro aspecto interesante de la inversión extranjera se refiere a su distribución entre los diferentes sectores económicos. De 1989 a 1993 el sector manufacturero declinó su participación como principal receptor de inversión extranjera al pasar de 67% a 49%, en tanto que los servicios aumentaron su participación de 32% a 49% en el mismo lapso. El sector agropecuario, por su parte, ha mantenido estancada su participación en niveles cercanos a 1% y la minería ha permanecido en un nivel de alrededor de 1.5%. (Véase cuadro 6 y gráfico 4.)

b) *Inversión extranjera de cartera*

El mercado de valores ha mostrado una rápida expansión acompañada de altos rendimientos a partir de 1988, que lo ubica actualmente entre uno de los mercados emergentes más importantes del mundo. En diciembre de 1990 el saldo de la inversión extranjera de cartera a valor de mercado ascendía a 4.544 millones de dólares, para diciembre de 1993 dicho saldo se había incrementado a 54.632 millones.

Entre las causas que determinaron los movimientos de capital privado de inversión en cartera hacia los países en desarrollo, particularmente en el caso de México, se pueden citar las siguientes: el rendimiento relativo de los activos mexicanos comparado con el que ofrecen los mercados de los países industrializados; la solvencia financiera del país, medida por diversos indicadores que reflejan una posición más sólida y menor vulnerabilidad ante choques externos; el menor riesgo percibido por los inversionistas en cuanto a la situación económica interna de México; el riesgo de sufrir pérdidas del valor real de los activos en caso de que se devalúe el tipo de cambio en otros países; y, el riesgo provocado por la posibilidad de que gobiernos de otros países decreten la expropiación de activos propiedad de extranjeros. (Véase cuadros 7 y 8.)

La estrategia de internacionalización del mercado de valores también se ha apoyado mediante la firma de diversos memoranda de entendimiento con autoridades y organismos de otros países. Con ello se ha facilitado la colocación de valores mexicanos en el exterior y se han obtenido diversos reconocimientos que han permitido el acceso de inversionistas institucionales al mercado exterior.

Asimismo, los emisores han sido favorecidos por la regla 144-A propuesta por la Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos, con el objeto de facilitar las colocaciones privadas entre inversionistas institucionales calificados. El 22 de octubre de 1992 se aprobaron algunas reformas a dicha regla que permitirán incrementar el número de inversionistas institucionales calificados, ya que se abre la participación a los fideicomisos en custodia del gobierno y los fideicomisos en custodia bancaria, tales como los planes de pensión, así como a las cuentas separadas de las compañías de seguros calificadas. Algunas emisoras han aprovechado esta flexibilidad para entrar inicialmente

a los mercados privados y posteriormente listar sus valores en algún mercado público (por ejemplo Vitro y Transportación Marítima Mexicana).

También se ha buscado coordinar esfuerzos con las autoridades norteamericanas para facilitar la colocación pública simultánea de valores. Tal fue el caso de la oferta de Teléfonos de México. La coordinación ha consistido en homologar prácticas legales y principios de contabilidad entre ambos mercados. (Véase gráficos 5 y 6.)

c) **Colocación de bonos**

Otro de los aspectos relevantes del retorno de México a los mercados internacionales de capital ha sido el gran número de colocaciones de bonos por parte de entidades del sector público e importantes empresas del sector privado. No obstante, la importancia de esta fuente de financiamiento es todavía modesta; el saldo de la deuda pública externa en bonos públicos y privados pasó de 4.076 millones de dólares en diciembre de 1989 a 9.471 millones en diciembre de 1993.⁹

En junio de 1989 tuvo lugar la primera emisión de bonos no garantizados de una entidad mexicana en el mercado internacional, desde que estalló la crisis de la deuda en 1982. Esta colocación, por 100 millones de dólares, tuvo un plazo de amortización de cinco años a un rendimiento inicial de 17% anual, que implicó una sobretasa de 820 puntos base sobre los Bonos del Tesoro del gobierno estadounidense (*Treasury Bills*). A partir de entonces, y hasta diciembre de 1993, se efectuaron 130 colocaciones por un monto de alrededor de 16.400 millones de dólares.

La aceptación de las emisiones ha estado influida por el hecho de que aun durante la crisis de la deuda, México continuó dando servicio a los bonos, ya que esta deuda formó parte de la llamada "deuda excluida". Asimismo, particularmente en la fase inicial del retorno a los mercados voluntarios de capital, se ha recurrido a la utilización de diversas técnicas financieras, entre las que se incluye el otorgamiento de colaterales y de opciones con el fin de hacer más atractivas las emisiones. Con el paso del tiempo, al aumentar la presencia y el prestigio financiero del país, prácticamente ha desaparecido el número de emisiones garantizadas; así, mientras en 1990 el 50% de las emisiones implicó el ofrecimiento de algún tipo de garantía, en el periodo 1991-93 no hubo ningún caso de operaciones colateralizadas. La importancia de este hecho consiste en que a pesar de ello, el rendimiento ofrecido ha disminuido sustancialmente.

La sobretasa de las emisiones ha pasado de 820 puntos base en la emisión de Bancomext (junio de 1989) a un nivel actual de 120, o incluso más bajas, para el gobierno mexicano.¹⁰ Si bien es cierto que la magnitud de la primera sobretasa refleja el costo de entrada, debe señalarse que en las últimas colocaciones del sector público se han alcanzado niveles reservados para emisores de reconocida capacidad crediticia.

Aunque la mayor parte de las emisiones se han realizado en dólares americanos, se ha procurado diversificar mercados en busca de las mejores condiciones de acuerdo con el momento de emisión. Así, se han colocado bonos en yenes, marcos alemanes, ECUs y pesetas. Adicionalmente, se ha logrado captar la atención de los inversionistas institucionales, quienes han reconocido la calidad crediticia de la deuda mexicana. Lo

⁹ Lo que implica una tasa de crecimiento media anual de 23% en ese lapso, aunque ese incremento se explica en su mayor parte por las colocaciones de 1991, año en que aumentó el saldo de este tipo de deuda en 37.5%, debido a que una parte de esos recursos se utilizaron para financiar operaciones de reducción de deuda.

¹⁰ Así por ejemplo, durante los primeros dos meses de 1994, Nafin colocó bonos a sobretasas de 100 y 112 puntos base, Bancomext a 163 y Pemex a 115.

anterior quedó demostrado por la emisión del gobierno mexicano a través de los llamados Bonos *Yankee*, primeros bonos latinoamericanos en ofrecerse directamente en el mercado norteamericano y con registro ante la autoridad bursátil, los que tuvieron gran aceptación, pagando un rendimiento típico de instrumentos calificados con un riesgo más favorable. En febrero de 1994, Nacional Financiera emitió bonos por 250 millones de dólares en el mercado Dragón a una sobretasa de 100 puntos base sobre Libor. Esta constituyó la primera emisión de un país latinoamericano en ese mercado y fue también el rendimiento más bajo pagado por México hasta ese momento en los mercados internacionales de capital.

Del total de emisiones, alrededor de 73% han correspondido al sector privado, por un monto equivalente a cerca de 12.000 millones de dólares. La sobretasa de las emisiones privadas se ha venido reduciendo de un nivel máximo de 830 puntos base en enero de 1990 a 290 puntos en diciembre de 1993, dependiendo de la calidad del emisor. (Véase el cuadro 9.)

Uno de los factores que más ha incidido en el mejoramiento de los términos de las colocaciones o, incluso en la apertura de nuevos mercados internacionales de capital, ha sido la calificación del riesgo crediticio de México por parte de agencias internacionales especializadas. En la actualidad los inversionistas internacionales conceden gran importancia a las calificaciones de riesgo de agencias reconocidas para tomar sus decisiones de inversión. Más aún, en un gran número de casos, los inversionistas institucionales no pueden, de acuerdo con sus estatutos y regulaciones, adquirir títulos de emisores que no hayan recibido el grado de inversión.

En diciembre de 1990 *Moody's Investors Service* otorgó una calificación de *Ba3* a los bonos de deuda reestructurada del sector público mexicano, en tanto que al Gobierno Federal como deudor le asignó un nivel superior de *Ba2*. De acuerdo con la nomenclatura de dicha agencia, ambas calificaciones situaron a México dentro del "grado especulativo";¹¹ aunque esta calificación fue baja, el aumento sostenido de las cotizaciones de los bonos de deuda en el mercado secundario, a partir de que se hizo el anuncio de la primera calificación, indica claramente que los inversionistas tenían una percepción de riesgo diferente.

Posteriormente, en julio de 1991 la agencia *Standard and Poor's Ratings* (S&P), asignó una calificación de *BB+* a la deuda mexicana de largo plazo, colocando al país en la mejor categoría de "grado especulativo". De acuerdo con la nomenclatura de esta agencia, el país quedó a sólo un estrato de la categoría considerada como recomendable para invertir (*investment grade*). En diciembre de 1992 S&P evaluó la deuda pública interna denominada en moneda nacional (Cetes), la cual recibió la calificación más alta que otorga S&P a ese tipo de deuda (corto plazo y en moneda doméstica).

Finalmente, en 1993, la agencia *Duff and Phelps* otorgó el "grado de inversión" a la deuda emitida por los dos principales bancos de desarrollo de México: Nacional Financiera y el Banco Nacional de Comercio Exterior.

Sin embargo, a pesar de la aceptación de los títulos mexicanos en los mercados internacionales en condiciones cada vez más favorables, la estrategia ha consistido en actuar con prudencia para no forzar la entrada a los mercados, sino aprovechar las oportunidades conforme se vayan presentando y escalonar las emisiones públicas para evitar una saturación del mercado con el consecuente aumento de costos. En cuanto a las colocaciones del sector privado, legalmente no hay ningún tipo de restricción que afecte los montos, plazos, frecuencia, etc. de las emisiones de este sector; sin embargo,

¹¹ Ba2 es el nivel medio de "grado especulativo".

se mantienen consultas con la Secretaría de Hacienda a nivel informal sobre el desempeño de los mercados para no saturarlos, lo que redundaría en el empeoramiento de las condiciones de colocación.

d) ***Otro tipo de endeudamiento***

México también ha entrado a los mercados de recursos de corto plazo (con vencimientos de entre 90 y 180 días). Los Euro-CDs y el Euro-Papel Comercial han sido utilizados principalmente por inversionistas del sector privado desde 1990.

Así, los bancos mexicanos han recaudado un monto importante de recursos mediante la emisión de Euro-CDs, y un año después, algunas compañías privadas comenzaron a colocar Euro-papel comercial a través de emisiones públicas y privadas. En abril de 1991 Hylsa lanzó el primer programa de Euro-papel comercial del sector privado y en marzo de 1992 Pemex instrumentó el primer programa de papel comercial por parte de una entidad del sector público en Estados Unidos. Los rendimientos de estos mercados también han mejorado, al grado de que algunas operaciones estadounidenses con papel comercial de Pemex han sido vendidas ofreciendo rendimientos por abajo de la Libor prevaleciente.

A partir de la reestructuración de la deuda pública externa de 1989 se ha dado mayor importancia a los créditos provenientes de los organismos multilaterales (Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo) y a los otorgados por las agencias gubernamentales para la importación y exportación de mercancías. Los créditos multilaterales se han dirigido al financiamiento de proyectos de apoyo al cambio estructural y la modernización económica. El monto de los créditos contratados con el Banco Mundial y el BID entre 1989 y 1993 ascendió a 12.143 millones de dólares, que se utilizaron en el financiamiento de proyectos de descentralización y desarrollo, modernización educativa, servicios de salubridad, así como en inversiones en los sectores agropecuario, minero y eléctrico, entre los más relevantes. Por su parte, las líneas de crédito bilaterales en la actualidad financian más de 25% de los flujos comerciales y hay acceso a 573 líneas de crédito disponibles con 26 países, por un monto de 15.000 millones de dólares, permitiendo así dar un uso más eficiente a las divisas que capta el país. Durante el periodo 1989-93 se utilizaron líneas y créditos bilaterales por un monto de 22.631 millones de dólares.

e) ***Repatriación de capitales***

Entre las medidas que han colaborado al retorno de capitales destaca la liberalización y modernización del sistema financiero, las tasas de interés reales positivas y el denominado "timbre fiscal". Este último es un incentivo fiscal vigente a partir de agosto de 1989, cuyo objetivo ha sido facilitar las obligaciones fiscales de los contribuyentes que tienen capitales depositados en el exterior y los desean invertir en el país. Para los primeros meses de aplicación del "timbre fiscal" la tasa impositiva se fijó dependiendo de la fecha en que se realizó el depósito en el extranjero; pero a partir de mayo de 1990 se fijó una tasa única de 1%. Este es un mecanismo sencillo y, lo más importante, anónimo. En caso de una auditoría fiscal, el inversionista simplemente justifica su ingreso mostrando el timbre que ampara el pago del impuesto de 1% y declarando que se trata de recursos repatriados.

Desde que se instituyó el "timbre fiscal" y hasta diciembre de 1993 se registraron repatriaciones de capital por alrededor de 11.500 millones de dólares. De esta cantidad, 65% fue captado a través de casas de bolsa, mientras que los bancos captaron el 35% restante. Así, la repatriación de capitales registrada mediante el "timbre fiscal" en 42 meses equivalió a 40% del capital fugado entre 1973 y 1988 (Gurría y Fadl, 1991).

3. El papel de las políticas monetaria y cambiaria

En un escenario de cuantiosas entradas de capital, si bien aumenta la capacidad de importación de la economía, surge el riesgo de que se expanda excesivamente la demanda agregada y, por ende, se presenten presiones inflacionarias. Por esa razón, desde 1989, cuando se empezó a registrar en México una notable entrada de capitales, se pusieron en práctica diversas medidas para compensar dichas entradas: a) privatización de empresas públicas; b) esterilización de recursos, c) límite al endeudamiento externo de los bancos comerciales y d) flexibilización de la política cambiaria. Cabe señalar que el fortalecimiento y superávit de las finanzas públicas ha jugado un papel fundamental en este proceso, toda vez que da lugar a amortizaciones de deuda con el banco central. Esto facilita la tarea de una efectiva esterilización y deja espacio para que el sector privado aproveche los recursos financieros.

a) *Política de esterilización*

Actualmente, la mayor flexibilidad del tipo de cambio (tema que se analiza posteriormente), consiste en la fluctuación del peso dentro de una banda, con un punto máximo de intervención a la venta que se deprecia diariamente en un monto preanunciado y un punto mínimo a la compra que se mantiene fijo. El banco central interviene para mantener la cotización del tipo de cambio dentro de la banda. En estas condiciones, las autoridades monetarias no pueden controlar totalmente la cantidad nominal de dinero, la cual está determinada por las variaciones del crédito interno y el saldo de la balanza de pagos.

Tanto la estabilización de la demanda agregada, como el abatimiento de la inflación han sido dos de los objetivos más importantes de la política económica. Por esta razón, el banco central ha persistido en la aplicación de una política monetaria que evite en forma parcial el impacto de las entradas de capital sobre la liquidez global de la economía y, por tanto, sobre el nivel de precios y la demanda agregada. Por otra parte, esta política ha contribuido a la acumulación de reservas internacionales.

Más aún, se ha reducido el monto total del crédito otorgado por el banco central con dos resultados visibles: a) un incremento de las tasas nominales de interés con el consiguiente aumento del gasto público debido a un mayor pago de intereses sobre la deuda pública interna. Más aún, la conjunción de altas tasas de interés nominal con una tendencia a la baja de la inflación, ha resultado en elevados niveles de las tasas reales de interés; b) la permanencia de elevadas tasas de interés, en un contexto de expectativas favorables sobre la evolución de la economía mexicana, continuó atrayendo inversión extranjera, lo que a su vez, requirió de un esfuerzo adicional de esterilización.

Cabe mencionar que la Ley Orgánica del Banco de México, vigente desde el 1º de enero de 1985, ha sido un elemento crucial para lograr una mayor efectividad de la política monetaria, ya que faculta al banco para determinar el financiamiento interno

máximo que puede otorgar en un año. De hecho, la Ley de referencia independiza a la política monetaria de la fiscal y constituye el antecedente de la autonomía del Banco de México autorizada recientemente por el Congreso.¹²

Entre diciembre de 1989 y octubre de 1993 los activos internacionales netos del Banco de México aumentaron en aproximadamente 15.200 millones de dólares, mientras que el crédito interno registró una disminución de 12.200 millones. Esta última fue resultado de los superávits públicos y de las operaciones de mercado abierto celebradas por el Banco Central. (Véase el gráfico 7.)

La privatización de empresas públicas ha tenido también un efecto esterilizador, debido a que ésta es una forma en la que el gobierno ha absorbido la liquidez excesiva. Los recursos provenientes de las desincorporaciones se han depositado en el Fondo de Contingencia y, posteriormente, se han usado para amortizar deuda pública, otorgando así un beneficio permanente a las finanzas públicas. Esta es, en consecuencia, otra forma mediante la que se contrarrestan los posibles efectos negativos de las entradas de capital sobre la inflación.

La política de esterilización requiere un manejo cuidadoso, pues el costo de estas políticas, mediante operaciones de mercado abierto, reside en que aumenta el nivel de las tasas de interés, con lo que sube el servicio de la deuda interna. Al respecto, de acuerdo con estimaciones propias, el costo de la esterilización fue de aproximadamente 0.13% del PIB en promedio en el periodo 1990-93 y 3% de los intereses sobre la deuda interna pagados por el sector público en el mismo lapso. (Véase el cuadro 10.)

Si bien es cierto que el elevado nivel de las tasas reales de interés ha ejercido efectos desfavorables sobre la economía, también lo es que no es el único factor que ha provocado la contracción de la actividad económica ni el incremento de la cartera vencida de los bancos. Así por ejemplo, en 1989 las tasas reales de interés se ubicaron en un promedio de 17% anual mientras que el PIB creció ese año 3.3%; por otra parte, en 1993 las tasas reales de interés bajaron hasta ubicarse en 6% y el crecimiento económico fue de 0.4%.

Por lo que respecta a la cartera vencida de los bancos, son varios los factores que explican la existencia de este fenómeno además del nivel de las tasas reales de interés. Entre otros factores, se encuentra el desarrollo insuficiente de mecanismos para evaluar créditos. Dado el saneamiento de las finanzas públicas y que el sector público obtiene financiamiento mediante operaciones de mercado abierto, el gobierno cada vez ha recurrido menos al financiamiento bancario. En tales circunstancias, los bancos comerciales tuvieron que competir para colocar fondos entre acreedores del sector privado en una época en la que su capacidad para evaluar adecuadamente el riesgo se encontraba débil. Como resultado de lo anterior, activos de bajo o prácticamente nulo riesgo (deuda del sector público y créditos a miembros muy selectos del sector privado) disminuyeron su importancia en el portafolio de los bancos. Este factor, combinado con la disminución de la actividad económica en los últimos meses y el mantenimiento de elevados niveles de tasas de interés, han conducido a un incremento en el coeficiente de cartera vencida a cartera total.

En marzo de 1991 se emitieron las Reglas para la Calificación de la Cartera Crediticia de las Instituciones de Crédito, que establece la obligación de llevar a cabo la calificación trimestral de la cartera, agrupándola de acuerdo con el grado de riesgo de los

¹² Cabe señalar que en el periodo de mayor inestabilidad económica de México -desde principios de la década de los setenta hasta mediados de los ochenta-, el crédito interno del banco central era la variable de holgura para complementar el financiamiento del déficit público.

diversos activos y constituyendo las reservas preventivas del caso. Adicionalmente, los bancos han tenido que reforzar su capitalización conforme a los criterios del Acuerdo de Basilea, incluso para aquellos bancos que no realizan operaciones internacionales.

b) *Endeudamiento externo de los bancos comerciales*

Como ya se mencionó, desde 1989 México recuperó el acceso a los mercados internacionales de capital. Debido a las nuevas posibilidades de financiamiento que se abrían al país, durante 1990 y 1991 los bancos comerciales empezaron a emitir certificados de depósito a corto plazo denominados en dólares. Aunque las condiciones de las emisiones han sido cada vez más favorables, la magnitud de los montos de endeudamiento y el riesgo inherente de los pasivos en moneda extranjera, empezaron a generar cierta preocupación.

Por ello, las autoridades monetarias decidieron introducir un coeficiente de liquidez para la captación en moneda extranjera por parte de sucursales o agencias de los bancos comerciales en el exterior. El propósito era moderar el flujo de capitales provenientes del exterior para evitar su incidencia sobre el nivel de precios.

A pesar de esas medidas, los pasivos en moneda extranjera de la banca comercial aumentaron en alrededor de 10% en tan sólo tres meses (de diciembre de 1991 a marzo de 1992) al llegar a 11.000 millones de dólares. En tal virtud, se estableció un límite al monto de pasivos en moneda extranjera, equivalente al 10% de los pasivos totales; adicionalmente, se mantuvo el coeficiente de liquidez de 15%. Este coeficiente debería colocarse en instrumentos líquidos de riesgo bajo o nulo, de tal manera que ante un eventual retiro de depósitos, el banco afectado pudiera recurrir en primera instancia a una fuente de moneda extranjera distinta de las reservas internacionales.

c) *Flexibilidad de la política cambiaria*

En noviembre de 1991 se abrogó el sistema de control de cambios vigente desde 1982, ante un cambio en las circunstancias y la virtual igualación de los tipos de cambio libre y controlado. El gobierno introdujo, un mecanismo que permite dar estabilidad y certidumbre al mercado de divisas en el mediano y largo plazos y, a la vez, responder con mayor flexibilidad a las situaciones coyunturales por las que atravesase este mercado. Dicha fórmula consistió en ampliar la banda dentro de la cual fluctúa el tipo de cambio. La ampliación se llevó a cabo permitiendo que el techo de la banda continuara deslizándose 20 centavos diarios, en tanto que su piso se fijó al nivel que tenía en esa fecha.

No obstante la ampliación de la banda, el tipo de cambio de mercado se deslizó menos que el techo de la banda. En octubre de 1992 se aumentó el desliz del techo de 20 a 40 centavos, con el objeto de que, si se requiere, el tipo de cambio fluctúe con mayor flexibilidad. Con ello, se reduce la necesidad de intervención del Banco de México en el mercado cambiario. Por otra parte, al mantenerse fijo el piso de la banda se evita que el tipo de cambio tenga que subir, como sería el caso si el piso también se estuviera deslizando. (Véase el gráfico 8.)

Las ventajas que proporciona un régimen de esta naturaleza cobran mayor importancia tanto por la situación de los mercados financieros internacionales, como por los retos que plantea a la economía mexicana la apertura comercial. Ambos son factores que obligan a la política cambiaria a actuar con mayor rapidez. El incremento en el rango

de fluctuación del tipo de cambio, permite resolver con mayor facilidad los problemas de los flujos de capital. Si el tipo de cambio es flexible, la mayor oferta de capital se puede reflejar en una apreciación de la moneda.

La mayor flexibilidad del tipo de cambio también ayuda a desalentar los flujos de capital de muy corto plazo. Dado que la banda se amplía, también lo hace el riesgo cambiario para inversionistas extranjeros, por lo que se desalientan los flujos de capital que sólo buscan rendimientos especulativos de muy corto plazo.

Durante 1993 las exportaciones no petroleras crecieron 17.4%, que es una tasa muy elevada tomando en cuenta el bajo crecimiento de las economías industrializadas. Este es un indicador de que, aparentemente, el peso no ha perdido competitividad.

IV. CONCLUSIONES

- En la actualidad, en los países en desarrollo que han recibido cuantiosos flujos de capital privado en forma de inversión de cartera (principalmente en instrumentos de alta liquidez como los valores gubernamentales) existe una profunda preocupación por tratar de prever los efectos adversos que tendría una reversión de esos flujos de capital.
- México no queda exento de esas preocupaciones. Cada vez se hace más necesario perseverar en las políticas que permitan minimizar los efectos adversos de una salida masiva de capital. Continuar con los esfuerzos tendientes a fortalecer las finanzas públicas, reducir la inflación a niveles internacionales, fortalecer la productividad y competitividad de la economía, son acciones en las que no se debe escatimar esfuerzos, lo que permitirá darle viabilidad financiera a la balanza de pagos en el largo plazo.
- La economía mexicana está viviendo un proceso de cambios profundos que abren mayores oportunidades a los inversionistas extranjeros. De 1989 a 1993 la entrada de capitales ha jugado un papel de primera importancia.
- Entre 1988 y 1993 el déficit de la cuenta corriente creció alrededor de 20.000 millones de dólares y pasó de representar 1.5% del PIB a 6.6% en el mismo lapso, en tanto que la inversión fija bruta del sector privado se estima que aumentó en 32.000 millones de dólares (de 12.1% a 17.0% como proporción del PIB). El desequilibrio del sector externo se explica, precisamente, por el crecimiento de la inversión privada por sobre la capacidad de generación de ahorro interno. La brecha se ha cubierto con capital proveniente del exterior principalmente en la forma de inversión extranjera.
- Tuvo lugar un cambio marcado en los precios relativos de los bienes comerciables y no comerciables, que hizo a estos últimos más atractivos para los inversionistas: el índice de precios de los comerciables a no comerciables cayó de 140.9 en 1988 a 74.3 en 1993.
- La apreciación del tipo de cambio parece ser uno de los resultados de la entrada masiva de capitales. Sin embargo, debe tomarse en cuenta que no existe consenso sobre la forma óptima de medir la magnitud de la apreciación del tipo de cambio.
- Se ha aplicado una política monetaria restrictiva para compensar parcialmente los efectos expansivos que las entradas de capital tienen sobre la liquidez global de la economía y, en consecuencia, sobre la demanda agregada y el nivel de precios. Esta política ha contribuido a alcanzar las metas de estabilización y, por otra parte, ha conducido a una acumulación de reservas internacionales. El control que el banco central ejerce sobre el monto total del crédito interno explica la persistencia de los elevados niveles de las tasas de interés nominales, que ha provocado, entre otras cosas, altos pagos de intereses sobre la deuda pública interna. Estimaciones no oficiales ubican el costo de la esterilización en un promedio aproximado de 0.13% del PIB para el periodo 1990-93, lo que

representó un pago adicional de intereses sobre la deuda pública interna de alrededor de 3% en el mismo lapso. Las elevadas tasas reales de interés que han prevalecido en el contexto de reducción continua de la tasa de inflación -aunada a las expectativas favorables sobre el curso de la economía mexicana- han favorecido a su vez, el aumento de las entradas de capital externo al país.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Banco de México, Indicadores Económicos, varios números.
- , Informe Anual, varios números.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio", IMF Staff Papers, vol. 40, marzo.
- Cumby, R. E. y M. Obstfeld (1983), "Capital mobility and the scope for sterilization: Mexico in the 70s", en P. Aspe, R. Dornbusch y M. Obstfeld (eds.), Financial policies and the world capital market, NBER, University of Chicago Press, Chicago.
- Díaz-Alejandro, C. (1983), "Stories of the 1930s for the 1980s", en P. Aspe, R. Dornbusch y M. Obstfeld (eds.), Financial policies and the world capital market, NBER, University of Chicago Press, Chicago.
- Fondo Monetario Internacional (1991a), "Determinants and systemic consequences of international capital flows", World Economic and Financial Surveys, marzo.
- (1991b), "International capital markets: developments and prospects", World Economic and Financial Surveys, mayo.
- (1991c), "Private market financing for developing countries", World Economic and Financial Surveys, diciembre.
- Gurría, J.A. (1992), "La política de deuda externa de México, 1982-1990", en C. Bazdresch, N. Bucay, S. Loaeza y N. Lustig (compiladores), México: auge, crisis y ajuste, Serie de Lecturas del Trimestre Económico, No. 73, vol. 2, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1993), "La nueva política de deuda externa de México", en M.E. Vázquez Nava, (ed.), La administración pública contemporánea en México, Secretaría de la Contraloría General de la Federación y Fondo de Cultura Económica, México.
- Gurría, J. A. y S. Fadl (1990), "Estimación de la fuga de capitales en México, 1970-1990", serie monografías, No. 4, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Mancera Aguayo, M. (1993), "La política monetaria en México", en varios autores, Testimonios sobre la actuación de la Banca Central, vol. 1, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.
- Rodríguez, M.A. (1978), "Consequences of capital flight for LatinAmerica", en Lessard, D. y J. Williamson (eds.), Capital flight: the problem and policy responses, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Anexo 1

HISTORIA DE LOS REGIMENES CAMBIARIOS EN EL MEXICO MODERNO

ANEXO I

HISTORIA DE LOS REGIMENES CAMBIARIOS EN EL MEXICO MODERNO

1954 a agosto de 1976	Régimen de tipo de cambio fijo a 12.50 pesos por dólar.
Septiembre a diciembre de 1976	Régimen de tipo de cambio flotante. El peso pierde 80% de su valor.
Diciembre de 1976 a agosto de 1982	Deslizamiento controlado con una devaluación importante en febrero de 1982 (de 26 a 45 pesos por dólar)
Agosto de 1982	Devaluación brusca a 95 pesos por dólar, seguida de un régimen de tipo de cambio flotante (flotó brevemente hasta alcanzar 120 pesos por dólar).
1° de septiembre de 1982 a diciembre de 1982	Se establece un régimen de tipo de cambio dual y de deslizamiento controlado; se imponen rigurosos controles de cambio.
Diciembre de 1982 a diciembre de 1987	Continúa el régimen dual y de deslizamiento controlado, pero con flexibilización en los controles de cambio. Devaluación discreta (el tipo de cambio libre pasó de 245.42 a 347.50 pesos por dólar) y aceleración de la velocidad de deslizamiento controlado a partir de agosto de 1985.
Diciembre de 1987 a febrero de 1988	Continúa el régimen de tipo de cambio dual y se establece el tipo de cambio de flotación manejada con el inicio del Pacto de Solidaridad Económica.
Febrero de 1988 a enero de 1989	Continúa el tipo de cambio dual; sin embargo, el tipo de cambio controlado se fijó en 2.257 pesos por dólar.
Enero de 1989 a noviembre de 1991	Continúa el régimen de tipo de cambio dual y el deslizamiento controlado. De enero de 1989 a mayo de 1990 se observa una depreciación diaria de un peso en ambos tipos de cambio; de mayo a noviembre de 1990 la depreciación diaria es de 80 centavos; de noviembre de 1990 a noviembre de 1991, ésta es de 40 centavos por dólar.

<p>(continuación anexo 1)</p> <p>Noviembre de 1991 a noviembre de 1992</p>	<p>Eliminación del régimen dual con la abrogación del control de cambios; la depreciación diaria es de 20 centavos por dólar.</p>
<p>Noviembre de 1992 a diciembre de 1994</p>	<p>Depreciación diaria de 40 centavos por dólar; reforma monetaria que elimina tres ceros a la denominación de la moneda. Se fija una banda de flotación del tipo de cambio con un rango de 9% de piso a techo de dicha banda.</p>

Fuente: Mansell Carstens, Catherine (1992), "Las nuevas finanzas en México", Ed. Milenio, México, pág. 88.

Anexo II

DISTRIBUCION DE LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA

ANEXO II

La inversión extranjera de cartera se encuentra distribuida en los siguientes mecanismos:

- 1) **Recibos de Depósito Americano (ADRs) o Recibos de Depósito Globales (GDRs).** Estos instrumentos permiten a los inversionistas extranjeros adquirir indirectamente acciones de empresas mexicanas; son recibos negociables que amparan valores de la emisora y son emitidos y administrados por un banco extranjero.
- 2) **Series de libre suscripción.** Es el mecanismo tradicional al que han acudido los inversionistas extranjeros para adquirir valores de empresas mexicanas. Carecen de restricciones de tipo cuantitativo para su adquisición y ofrecen a los inversionistas extranjeros los mismos derechos de propiedad y corporativos que a los ciudadanos mexicanos.
- 3) **Certificados de Participación Ordinaria (CPO) del fideicomiso neutro.** Este mecanismo se incluyó en el nuevo Reglamento para la Inversión Extranjera. Funciona mediante la formación de fideicomisos para que los inversionistas extranjeros puedan adquirir acciones que, bajo otras circunstancias, estarían reservadas exclusivamente a nacionales.
- 4) **Fondos de inversión internacionales.** Son fondos que mantienen una cartera de acciones representativa de las principales empresas inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores y que cotizan en los principales mercados internacionales. Estos fondos tienen como antecedente el Fondo México, creado en 1981; cabe señalar que desde ese año y hasta 1989 no se creó ningún otro fondo, pero a partir de entonces se han formado más de 15 fondos que operan con acciones mexicanas en los mercados internacionales.
- 5) **Valores Gubernamentales.** Estas inversiones se realizan mediante operaciones directas en el mercado de dinero a través de las casas de bolsa o bancos mexicanos.

Anexo 3

CUADROS ESTADISTICOS Y GRAFICOS

Cuadro 1. México: Flujos de Capital
(millones de US\$)

	ENDEUDAMIENTO		INVERSION		TOTAL DE FLUJOS PRIVADOS	TOTAL	BALANZA DE CAPITALES *	VARIA- CION DE RESERVAS
	PUBLICO NETO (1)	PRIVADO NETO (2)	EXTRANJERA DIRECTA (3)	EXTRANJERA DE CARTERA (4)	(5)=(2)+(3)+(4)	(6)=(5)+(1)	(7)	(8)
1970	443.0	268.6	184.6	0.0	453.2	896.2	1,244.7	102.1
1971	420.6	261.7	173.0	0.0	434.7	8,553.3	1,089.2	200.0
1972	149.4	460.1	156.1	0.0	616.2	765.6	1,231.2	264.7
1973	1,624.0	706.7	221.7	0.0	928.4	2,552.4	1,651.0	122.3
1974	2,921.6	1,134.6	290.0	0.0	1,425.5	4,347.1	3,262.9	36.9
1975	4,347.8	1,152.3	204.0	0.0	1,356.4	5,704.2	4,607.7	165.1
1976	5,092.2	584.6	211.8	0.0	796.4	5,888.6	2,679.4	1,004.0
1977	2,922.7	-14.1	327.0	0.0	312.9	3,235.6	2,253.5	657.1
1978	2,573.8	789.2	385.1	0.0	1,174.3	3,748.1	3,127.1	434.1
1979	3,352.2	2,058.2	782.2	0.0	2,840.4	6,192.6	5,219.5	418.9
1980	3,754.1	6,909.7	2,155.0	0.0	9,064.7	12,818.8	11,540.2	1,018.5
1981	18,282.4	9,498.6	3,835.8	0.0	13,334.4	31,616.8	17,326.6	1,012.2
1982	7,528.7	-46.8	1,657.5	0.0	1,610.7	9,139.4	2,920.9	3,184.8
1983	3,102.5	-1,982.2	460.5	0.0	-1,521.7	1,580.8	-2,300.4	3,108.8
1984	2,613.0	-2,175.7	391.1	0.0	-1,784.6	828.4	-885.4	3,200.9
1985	954.1	-2,170.6	490.5	0.0	-1,680.1	-726.0	-2,827.9	2,328.4
1986	1,646.2	-2,212.1	941.2	0.0	-1,270.9	375.3	2,373.3	985.0
1987	3,101.0	-2,554.8	1,798.0	0.0	-756.8	2,344.2	2,280.2	6,924.4
1988	-257.7	-1,937.0	1,726.5	0.0	-210.5	-468.2	-3,811.4	-7,127.0
1989	-829.4	-169.9	2,648.0	493.3	2,971.4	2,142.0	6,480.9	271.5
1990	6,854.1	5,746.4	2,633.2	1,994.5	10,374.1	17,228.2	10,346.8	3,414.3
1991	1,754.3	8,967.1	4,761.5	9,870.3	23,598.9	25,353.2	21,925.9	7,821.5
1992	-1,978.3	5,808.7	5,365.7	13,553.2	24,727.6	22,749.3	23,982.3	1,161.4
1993	-3,383.1	5,013.3	4,900.5	28,430.9	38,344.7	34,961.3	29,433.2	6,083.2
PROMEDIO								
1970-1979	2,384.7	740.2	293.7	0.0	1,033.8	3,418.6	2,636.6	139.7
1980-1989	3,989.5	315.9	1,610.4	49.3	1,975.7	5,965.2	3,309.7	388.1
1990-1993	811.7	6,383.9	4,415.2	13,462.2	24,261.3	25,073.0	17,137.6	3,750.4

Fuente: Elaboración propia, con base en Indicadores Económicos del Banco de México.

* Incluye errores y omisiones.

CUADRO 2

MEXICO. FLUJOS DE CAPITAL (Estructura porcentual)						
	ENDEUDAMIENTO		INVERSION		FLUJOS PRIVADOS TOTAL	TOTAL
	PUBLICO NETO (1)	PRIVADO NETO (2)	EXTRANJERA DIRECTA (3)	EXTRANJERA DE CARTERA (4)	(5) (5)=(2)+(3)+(4)	(6) (6)=(5)+(1)
1970	49.4	30.0	20.6	0.0	50.6	100.0
1971	49.2	30.6	20.2	0.0	50.8	100.0
1972	19.5	60.1	20.4	0.0	80.5	100.0
1973	63.6	27.7	8.7	0.0	36.4	100.0
1974	67.2	26.1	6.7	0.0	32.8	100.0
1975	76.2	20.2	3.6	0.0	23.8	100.0
1976	86.5	9.9	3.6	0.0	13.5	100.0
1977	90.3	-0.4	10.1	0.0	9.7	100.0
1978	68.7	21.1	10.3	0.0	31.3	100.0
1979	54.1	33.2	12.6	0.0	45.9	100.0
1980	29.3	53.9	16.8	0.0	70.7	100.0
1981	57.8	30.0	12.1	0.0	42.2	100.0
1982	82.4	-0.5	18.1	0.0	17.6	100.0
1983	196.3	-125.4	29.1	0.0	-96.3	100.0
1984	315.4	-262.6	47.2	0.0	-215.4	100.0
1985	-131.4	299.0	-67.6	0.0	231.4	100.0
1986	438.6	-589.4	250.8	0.0	-338.6	100.0
1987	132.3	109.0	76.7	0.0	-32.3	100.0
1988	55.0	413.7	-368.8	0.0	45.0	100.0
1989	-38.7	-7.9	123.6	23.0	138.7	100.0
1990	39.8	33.4	15.3	11.3	60.2	100.0
1991	6.9	35.4	18.8	38.9	93.1	100.0
1992	-8.7	25.5	23.6	59.6	108.7	100.0
1993	-9.7	14.3	14.0	81.3	109.7	100.0
PROMEDIO						
1970-79	69.8	21.7	8.6	0.0	30.2	100.0
1980-89	66.9	5.3	27.0	0.8	33.1	100.0
1990-93	3.2	25.5	17.6	53.7	96.8	100.0

FUENTE: Elaboración propia, con base en Indicadores Económicos del Banco de México.

Cuadro 3. México, Oferta y Demanda Agregadas, 1989-93
(crecimiento real, %)

	1989	1990	1991	1992	1993
OFERTA TOTAL	5.1	6.1	5.1	5.1	0.6
PIB	3.5	4.4	3.6	2.6	0.4
IMPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	21.3	19.7	16.4	21.2	-1.2
DEMANDA TOTAL	5.1	6.1	5.1	5.1	0.6
CONSUMO	5.7	5.5	4.5	5.3	0.4
PRIVADO	6.8	6.1	4.6	5.9	0.0
PUBLICO	-0.1	2.3	3.9	2.2	3.0
INVERSION	6.4	13.1	8.1	13.9	-1.4
PRIVADA	7.5	13.3	12.7	20.4	0.0
PUBLICA	3.6	12.7	-4.4	-6.6	-5.0
VARIACION DE INVENTARIOS	-13.3	73.4	0.0	0.0	0.0
EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	2.3	3.6	5.4	0.3	3.5

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

Cuadro 4. México. Principales Indicadores Económicos, 1983-93

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
PIB PER CAPITA (crecimiento real)	-6.0	1.7	0.6	-5.7	-0.2	-0.8	1.3	2.4	1.7	0.9	-1.5
INFLACION	80.8	59.2	63.7	105.7	159.2	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9	8.0
BALANCE FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO (como porcentaje del PIB)	-8.6	-8.5	-9.6	-15.9	-16.0	-12.4	-5.5	-3.5	-1.5	1.7	0.7
TERMINOS DE INTERCAMBIO (1971=100)	69.4	70.8	72.4	52.9	67.0	60.5	64.5	68.8	65.1	64.0	62.1
DEUDA EXTERNA TOTAL (como porcentaje del PIB)	60.2	53.6	52.0	76.3	73.9	60.2	47.7	40.0	37.8	34.6	33.0
DEUDA EXTERNA TOTAL (como porcentaje de los ingresos en cuenta corriente)	310	286	303	392	332	309	257	175	177	180	176
INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA (como porcentaje de las exportaciones)	45.3	48.4	46.9	51.6	39.5	42.1	40.6	34.3	31.2	28.1	25.4

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

Cuadro 5. Índice de precios de bienes comerci­ables y no comerci­ables
(1980=100)

AÑO	COMERCIABLES		NO COMERCIABLES		Índice de bienes co- merci­ables/ no co- merci­ables
	Índice	Tasa de crecimiento	Índice	Tasa de crecimiento	
1980	100.0	---	100.0	---	100.0
1981	146.2	46.2	149.1	49.1	98.1
1982	286.1	95.7	278.4	86.7	102.8
1983	551.0	92.6	457.7	64.4	120.4
1984	908.9	65.0	684.7	49.6	132.7
1985	1484.6	63.3	1115.7	62.9	133.1
1986	3029.0	104.0	2050.7	83.8	147.7
1987	8248.4	172.3	4793.6	133.8	172.1
1988	12167.6	47.5	8638.0	80.2	140.9
1989	13680.2	12.4	12650.9	46.5	108.1
1990	15989.3	16.9	18470.9	46.0	86.6
1991	18591.6	16.3	22563.3	22.2	82.4
1992	20290.5	9.1	26059.4	15.5	77.9
1993	21453.9	5.7	28858.2	10.7	74.3

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

Cuadro 6. México. Inversión extranjera, 1987-93
(millones de US\$)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993*
TOTAL (A+B)	2,634.6	2,880.0	3,668.8	4,627.7	14,631.8	18,918.9	15,034.0
A. DIRECTA	2,634.6	2,880.0	3,175.5	2,633.2	4,761.5	5,365.7	3,712.1
Nuevas inversiones	2,318.4	2,204.9	1,660.5	2,017.5	4,605.9	5,392.8	3,195.2
Inversión fresca	868.8	1,336.8	1,271.6	1,932.8	4,586.7	5,392.8	3,195.2
Conversión de deuda	1,449.6	868.1	388.9	84.7	19.2	0.0	0.0
Reinversiones	412.5	691.9	958.3	653.6	756.6	874.0	757.5
Cuenta con la matriz	-96.3	-16.3	556.7	-37.9	-601.0	-901.0	-240.6
Compra de empresas ext.	--	--	--	0.0	0.0	0.0	0.0
B. DE CARTERA	--	--	493.3	1,994.5	9,870.3	13,553.2	11,321.9

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

* Cifras a septiembre.

**Cuadro 7. México, Valores gubernamentales en poder
de residentes en el extranjero***
(millones de US\$)

	1991	1992	1993
Enero		5,520	15,203
Febrero	3,679	6,447	16,493
Marzo	4,226	7,266	17,527
Abril	5,003	7,198	18,649
Mayo	5,480	7,790	18,872
Junio	5,141	8,359	19,024
Julio	4,157	9,436	19,789
Agosto	3,452	11,037	21,570
Septiembre	4,238	11,926	21,921
Octubre	4,697	12,753	22,077
Noviembre	5,121	13,633	20,879
Diciembre	5,652	14,159	21,263

Fuente: Elaboración propia, con base en información del Banco de México.

* Saldos promedios a valor nominal.

Cuadro 8. Mexico, Valor de mercado de la inversión extranjera en renta variable*

(millones de US\$ al 31 de diciembre de 1993)

EMISORAS	ADRs/GDRs	SERIES LIBRE SUSCRIPCION ^{1/}	FIDEI- COMISO NAFIN	FONDO MEXICO ^{2/}	TOTAL	%
TELMEX	20,781	1,238	0	99	22,119	40.5
CIFRA	2,169	1,779	133	189	4,269	7.8
CEMEX	1,178	1,507	647	92	3,424	6.3
GFB	1,311	776	153	42	2,283	4.2
TELEVISA	2,629	732	0	20	3,381	6.2
GCARSO	1,001	0	1,297	68	2,367	4.3
FEMSA	272	1,043	0	34	1,349	2.5
BANACCI	0	1,242	470	55	1,766	3.2
KIMBER	28	22	977	83	1,110	2.0
TTOLMEX	93	865	0	48	1,006	1.8
VITRO	267	0	221	24	512	0.9
ICA	695	0	118	20	833	1.5
GGEMEX	190	634	0	9	833	1.5
APASCO	25	15	647	65	751	1.4
TMM	625	24	0	5	654	1.2
OTROS	2,696	3,029	1,718	533	7,975	14.8
TOTAL	33,960	12,906	6,381	1,386	64,632	100.0
%	59.8	26.5	11.2	2.4	100.0	

Fuente: Elaboración propia, con base en información de la Comisión Nacional de Valores, Banamex, Nafinsa y Citibank.

* Cifras a valor de mercado de dólares.

^{1/} Las series de libre suscripción incluyen las sociedades de inversión de renta variable, según el porcentaje que tengan invertidos en acciones. (\$49.9M)

^{2/} La valuación total del Fondo México es \$820.4 de los cuales \$762.7 MD (92.97%) están invertidos en renta variable, y \$57.7 MD (7.03%) en renta fija.

Cuadro 9. México, Emisiones Internacionales de Bonos, 1989-93

AÑO	MONTO (millones de US\$)	CUPON*	SPREAD*	PLAZO (AÑOS)*
1989	570	10.72	447	4.2
1990	2311	11.11	450	4.6
1991	2475	10.16	305	5.6
1992	3665	9.10	322	5.4
1993	7329	8.26	299	5.5

Fuente: Fondo Monetario Internacional; Comisión Nacional de Valores y Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

* Promedio ponderado anual.

Cuadro 10. Estimación del Impacto "Cuasi-fiscal" de la Esterilización

	1	2	3=2x1	4
AÑO	VARIACION DE RESERVAS INTERNACIONALES (millones de US\$)	DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERES MEX-E.U.* %	IMPACTO CUASI-FISCAL DE LA ESTERILIZACION (millones de US\$)	IMPACTO CUASI- FISCAL/PIB (%)
1990	3,414.3	15.48	528.5	0.22
1991	7,821.5	9.60	750.9	0.26
1992	1,161.4	6.99	81.2	0.02
1993**	4,030.1	2.78	112.0	0.03

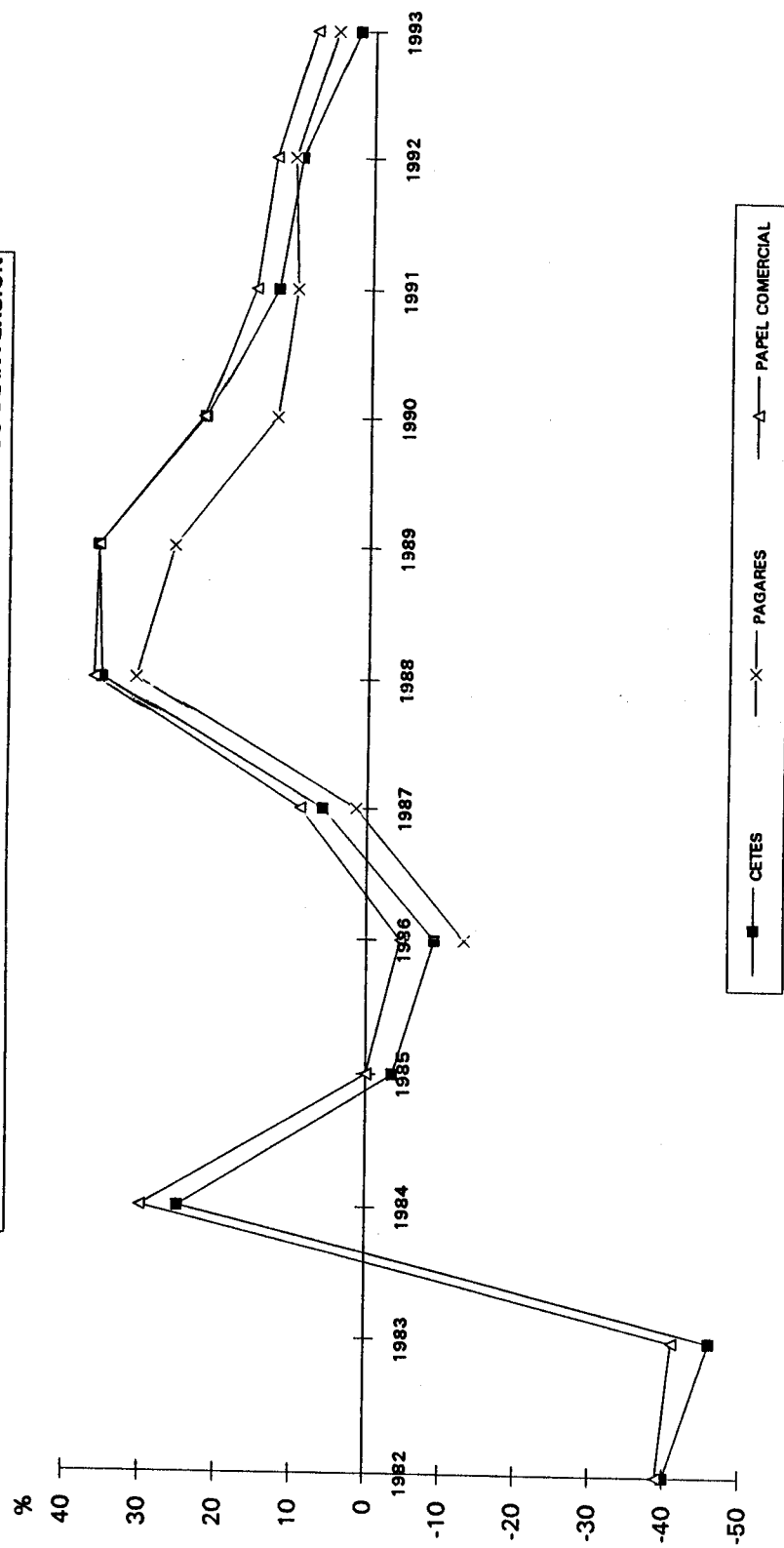
Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

* (Cete/90 - Cede/90) menos la diferencia entre cotizaciones a la compra y a la venta del tipo de cambio.

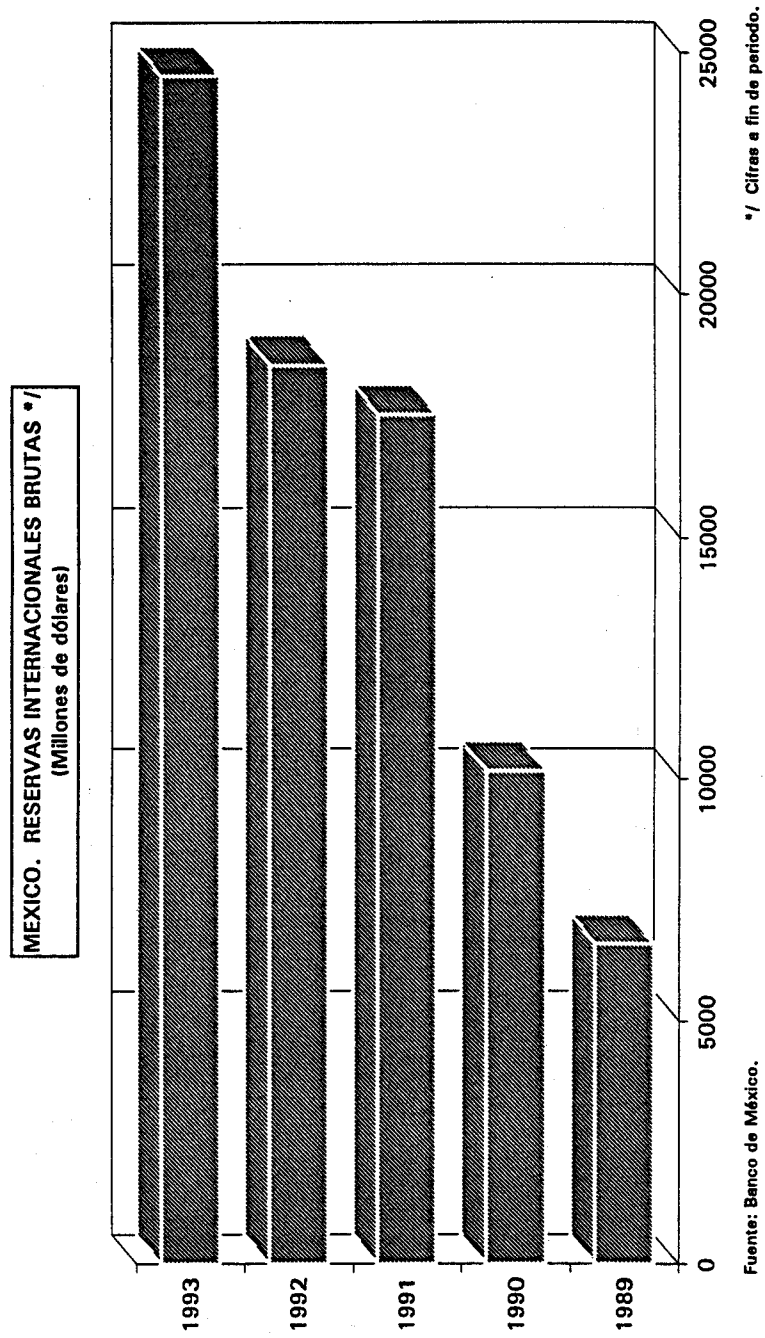
** Enero-septiembre.

Gráfica 1

MEXICO. DIFERENCIAL CUBIERTO DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE INVERSION

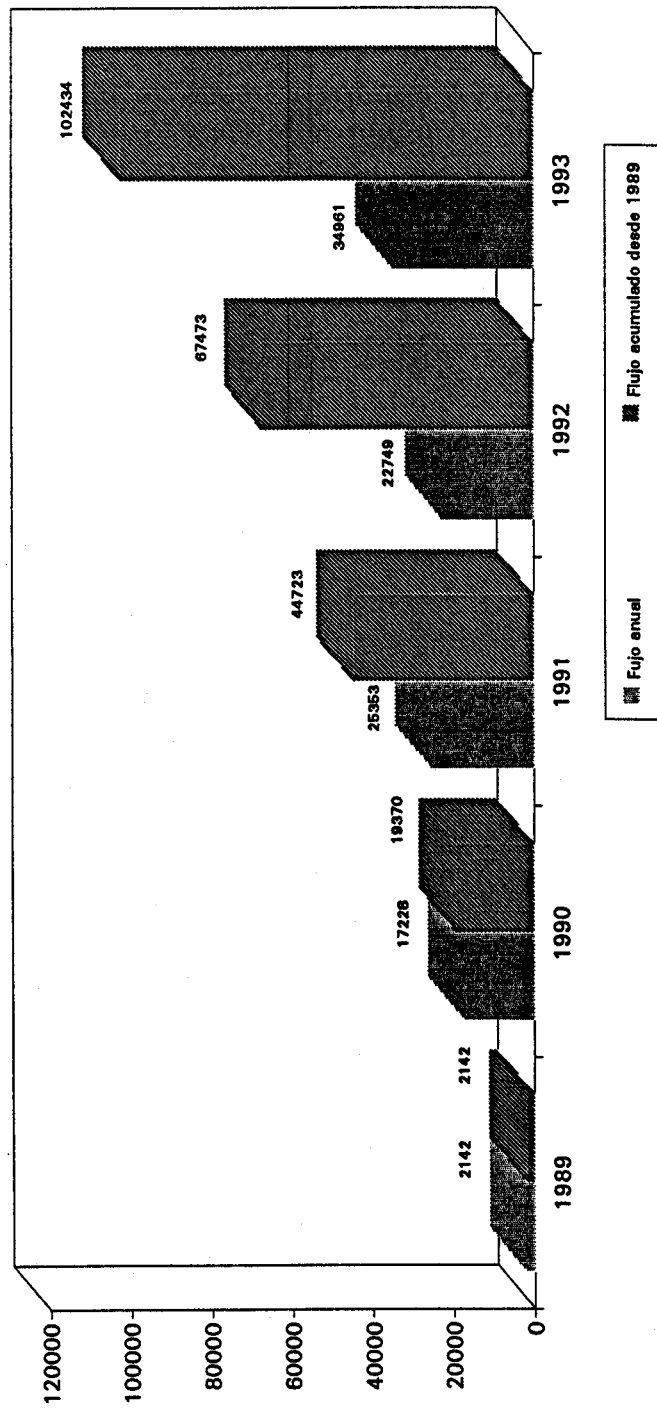


Gráfica 2

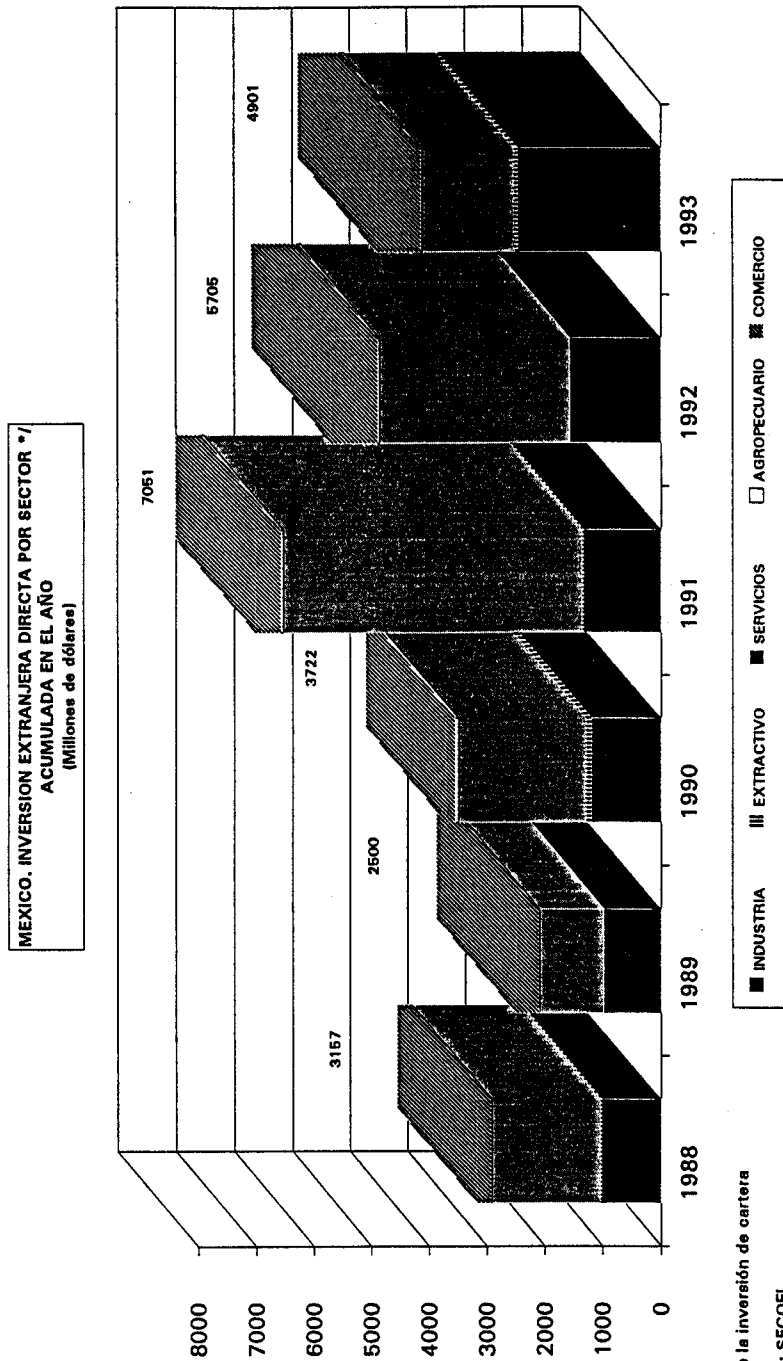


Gráfica 3

MEXICO. FLUJO DE CAPITAL NETO TOTAL
PROVENIENTE DEL EXTERIOR
(Millones de dólares)



Gráfica 4

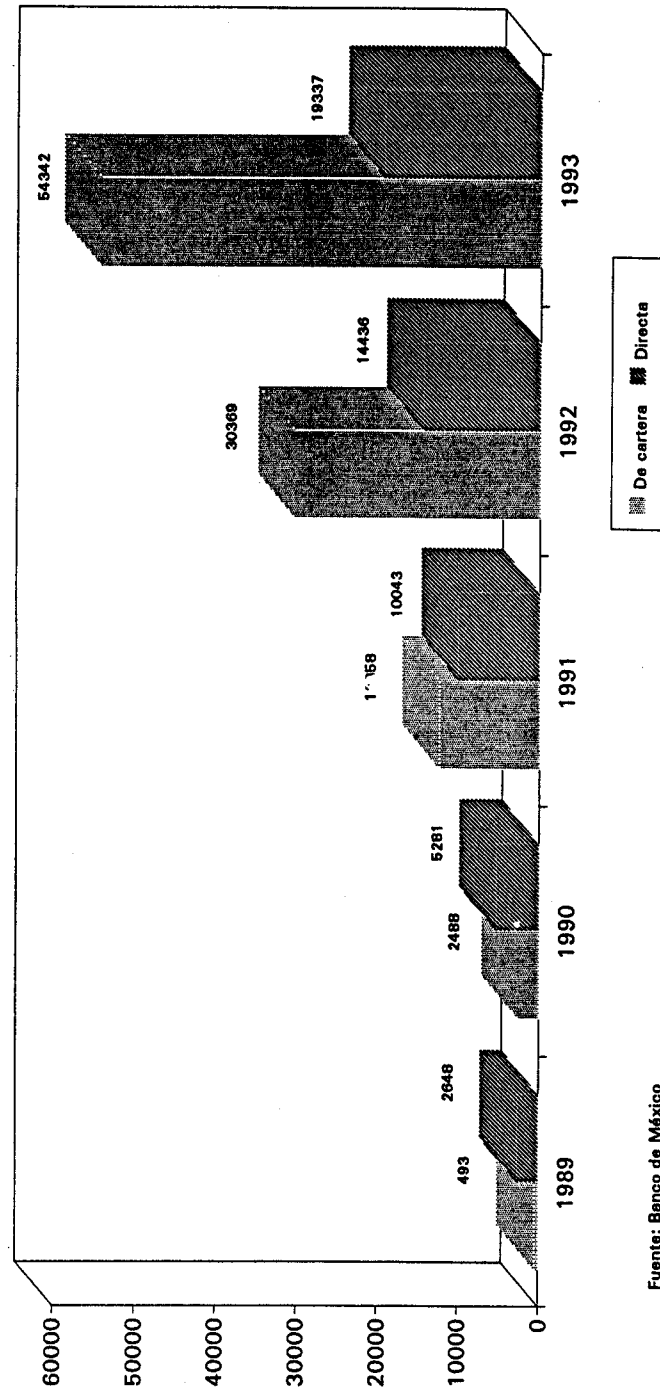


*/ Excluye la inversión de cartera

Fuente: SECOFI

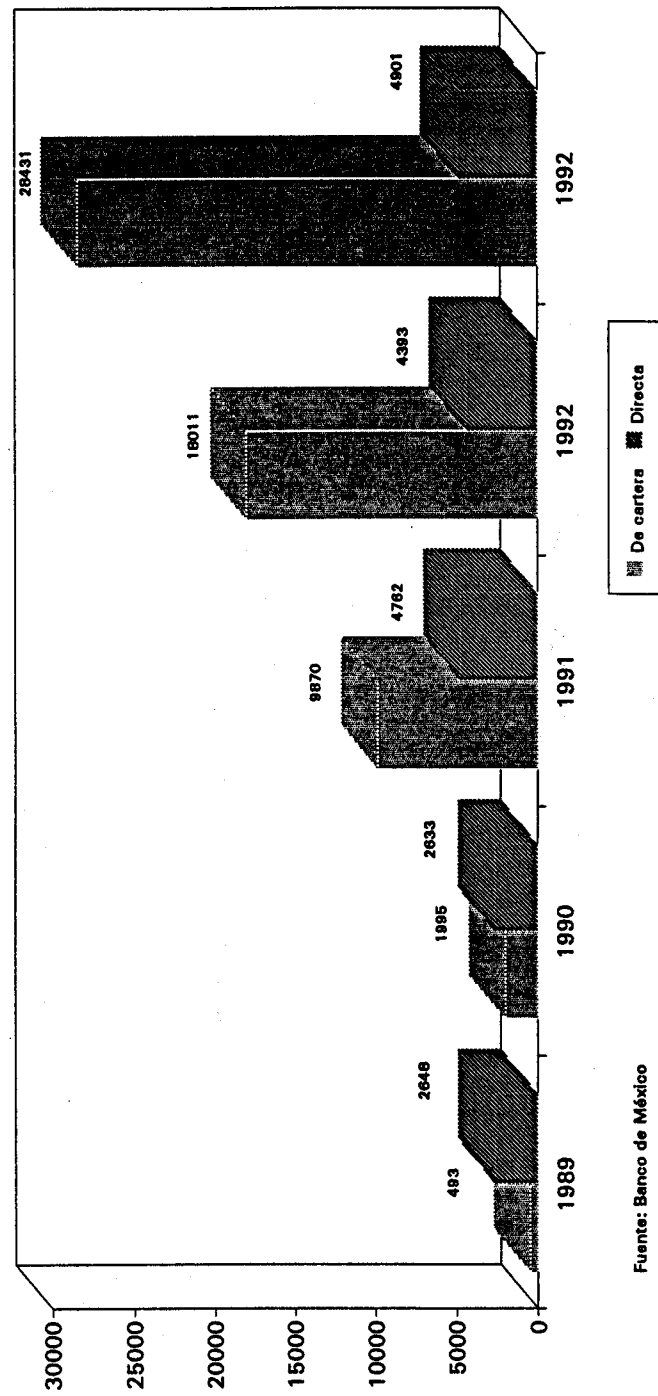
Gráfica 5

MEXICO. INVERSION EXTRANJERA
Saldos acumulados desde 1989
(Millones de dólares)



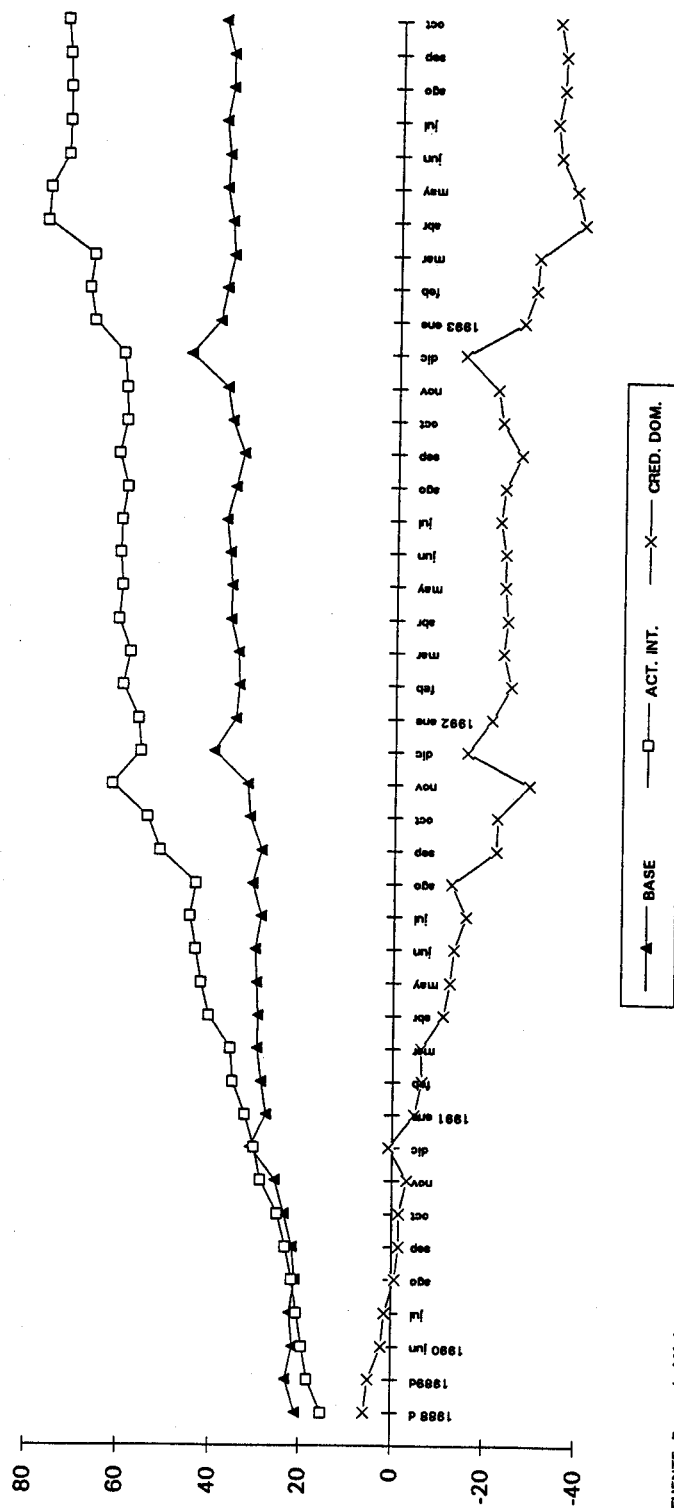
Gráfica 6

**MEXICO. INVERSION EXTRANJERA
Flujo Anual
(Millones de dólares)**



Gráfica 7

MEXICO. BASE MONETARIA, 1988-1993
(Miles de millones de nuevos pesos)



FUENTE: Banco de México

Gráfica 8

MEXICO. BANDA DE FLUCTUACION PESO/DOLAR

