

10  
2ej.



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO**

**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES ACATLAN**

**SEMINARIO TALLER EXTRACURRICULAR:  
"FRAGILIDAD FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO EN MEXICO"**

**INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA  
EN MEXICO EN EL PERIODO 1989-1995**



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

**P R E S E N T A :**

**MARTHA MAGDALENA GOMEZ VALDEZ**

**ASESOR: LIC. ENRIQUE CUEVAS RODRIGUEZ**

**ACATLAN, EDO. DE MEXICO, MARZO DE 1998**

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

260114



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

*A mi madre, mujer extraordinaria que me dio el ser y me enseñó que la honestidad, el respeto, la justicia, el amor y la verdad, son unos de los valores más preciados del ser humano.*

*A mis hermanos, con quienes he compartido parte de mi vida y siempre me han apoyado y comprendido con mucho cariño.*

*Quiero manifestar mis más sinceros agradecimientos a todas aquellas personas sin cuyo apoyo no hubiera sido posible concluir este trabajo:*

*A mi amigo Isidro Galeana Camorlinga, a quien agradezco su amistad, su apoyo y motivación, que fueron determinantes para la realización de este trabajo.*

*A mi asesor, el Lic. Enrique Cuevas Rodríguez, por sus sugerencias y comentarios a lo largo de esta investigación.*

*Al Maestra Teresa S: López González, a quien admiro y agradezco de manera muy especial, el apoyo que me brindo para poder concluir esta investigación, además por sus enseñanzas y recomendaciones, elementos valiosísimos para mi desarrollo profesional.*

*A la Maestra Patricia Rodríguez López, por sus comentarios, recomendaciones y el apoyo que me brindó.*

*Finalmente, debo agradecer a mis amigos su amistad y estima manifestada a lo largo de este trabajo.*

# INDICE

INTRODUCCIÓN .....	1
<b>CAPITULO I.- MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>4</b>
I.1. LA INVERSIÓN .....	5
<i>I.1.1. Los determinantes de la inversión extranjera de cartera</i> .....	8
I.2. KEYNES Y LA TEORÍA DE LA INVERSIÓN .....	11
<i>I.2.1. Los determinantes de la inversión</i> .....	11
<i>I.2.2. Mercado de capitales y especulación</i> .....	14
I.3. MINSKY: CICLO ECONÓMICO E INESTABILIDAD FINANCIERA .....	16
I.4. REPRÉSION FINANCIERA, ALGUNOS ASPECTOS TEÓRICOS .....	20
<i>I.4.1. Liberalización financiera</i> .....	22
<b>CAPITULO II.- POLÍTICA DIRIGIDA A PROMOVER LA INVERSIÓN EXTRANJERA .....</b>	<b>30</b>
II.1. POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN 1988-1992 .....	31
<i>II.1.1. Pacto de Solidaridad Económica</i> .....	31
<i>II.1.2. Pacto de Estabilidad para el Crecimiento Económico</i> .....	36
II.2. RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA, 1989-1990 .....	43
II.3. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO .....	47
<i>II.3.1. Desarrollo reciente del Sistema Financiero Mexicano</i> .....	48
<i>II.3.2. Primeras medidas de liberalización financiera de la administración salinista</i> .....	50
<i>II.3.3. Modificaciones legislativas</i> .....	52
II.4. MODIFICACIONES AL MARCO REGULATORIO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA .....	55
<b>CAPITULO III.- INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA 1989-1995: ANÁLISIS Y ESTRUCTURA .....</b>	<b>57</b>
III.1. INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA .....	58
III.2. INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE CAPITALES .....	63
<i>III.2.1. Estructura del mercado de capitales</i> .....	66
III.2.1.1. Recibos Americanos de Depósito (ADR's) .....	68
III.2.1.2. Acciones de Libre Suscripción .....	72
III.2.1.3. Fondo México .....	75
III.2.1.4. Fondo Neutro .....	78
III.3. INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE DINERO .....	81
<b>CAPITULO IV.- EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR EXTERNO Y VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA MEXICANA .....</b>	<b>88</b>
IV.1. POLÍTICA MONETARIA .....	89
IV.2. POLÍTICA CAMBIARIA .....	94
IV.2. VULNERABILIDAD DEL SECTOR EXTERNO 1989-1995 .....	97
<i>IV.2.1. Situación de la Cuenta Corriente</i> .....	98
<i>IV.2.2. Situación de la cuenta de capital</i> .....	101
IV.3. CRISIS DE 1994-1995 .....	104
IV.4. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1995 .....	108
CONCLUSIONES .....	112

## INTRODUCCIÓN

Una de las características más relevantes de los sistemas económicos contemporáneos, es la creciente globalización de sus procesos productivos y financieros, impulsados en gran parte por la reestructuración mundial de los mercados y el desarrollo alcanzado en las fuerzas productivas, tales como las referidas a comunicaciones y tecnología especializada, que ha propiciado la existencia de economías crecientes a escala en el uso de los distintos factores productivos.

En este contexto, la interdependencia entre las naciones se ha amplificado sensiblemente, provocando una mayor competencia por los flujos internacionales de ahorro. Esto ha afectado de manera importante a las distintas naciones en desarrollo, quienes tradicionalmente han demandado recursos del exterior para financiar su crecimiento, ya sea a través de deuda externa o inversión extranjera.

Durante la segunda mitad de los ochenta muchos países en vías de desarrollo orientaron su economía a la apertura comercial. Las restricciones de recursos externos para cubrir las importaciones trataron de revertirse en parte con la devaluación de sus monedas. Ello condujo a una competencia muy fuerte por los mercados de las naciones industrializadas, con una caída de los precios internacionales de productos de exportación tradicionales como café, azúcar, petróleo, etc., lo cual no obstante del incremento del volumen de las exportaciones, no implicó un incremento correlativo en la disponibilidad de divisas.

Lo anterior disminuyó la posibilidad de financiar las importaciones por medio de un incremento en las exportaciones. Tal situación condujo a la búsqueda de inversión extranjera tanto directa como de cartera, siendo beneficiados sólo algunos países en desarrollo con dichos capitales, entre ellos México. Así la competencia por el capital internacional se tornó más difícil, de tal forma que la economía que requiriera de grandes proporciones de capital extranjero, tendría que ofrecer altos rendimientos, con niveles

controlables de riesgo-país, para ello la estabilidad macroeconómica, política y social serían determinantes.

En el caso de México, en el marco de un proceso de globalización y de creciente apertura comercial y financiera, la política económica predominante hasta ahora, al no generar las condiciones autónomas, sostenidas y menos vulnerables para impulsar el desarrollo en base al ahorro interno, ha tenido que recurrir al ahorro externo para afrontar los compromisos de inversión y para financiar el constante déficit externo, el cual debe financiarse en moneda extranjera, a través de deuda pública y privada, inversión extranjera directa o de cartera, y a través del incremento del valor de las exportaciones.

En consecuencia, el flujo de inversión extranjera a nuestro país se ha convertido en una variable fundamental para la estabilidad macroeconómica. Observándose que la afluencia de capital que ingresó a nuestro país en el sexenio pasado, se concentró principalmente en la llamada inversión extranjera de cartera (bonos gubernamentales y acciones), que conllevó a la economía mexicana a una severa crisis de liquidez en diciembre de 1994.

En relación a lo anterior, la presente investigación tiene como objetivo: Analizar la evolución reciente de la Inversión Extranjera de Cartera (IEC), en el período 1989-1995, y su impacto en la economía mexicana, tratando de encontrar las causas que originaron la actual fragilidad financiera y que derivaron en la crisis de 1994. Se pretende además, analizar cuáles fueron los factores que permitieron la gran afluencia de capital extranjero de cartera a nuestro país.

El supuesto fundamental del presente trabajo se orienta a considerar que dado que tradicionalmente la economía mexicana ha dependido del ahorro externo para financiar su desarrollo, la inversión extranjera (especialmente de cartera) que ingresó a nuestro país en el sexenio pasado, permitió financiar su crecimiento y mantener la estabilidad macroeconómica del país, sin embargo el depender en demasía de este tipo de capital, por sus características que le confieren (especulativa y volátil), hizo evidente la fragilidad

financiera sobre la que descansaba el crecimiento de la economía, lo cual se manifestó en una crisis de liquidez en diciembre de 1994, revirtiéndose los flujos de capital, lo que trajo consigo una mayor vulnerabilidad externa ante cualquier contingencia que genere la salida masiva de capitales, dando así un carácter transitorio a las políticas de estabilización.

En este sentido, la estructura del trabajo se presenta como sigue, en el primer capítulo se expone la teoría keynesiana sobre la inversión e inestabilidad financiera, así como la que le da sustento a la política económica que permitió la gran afluencia de capital extranjero a nuestro país, enmarcada dentro del pensamiento económico que propone la liberalización financiera y comercial como vía para superar el subdesarrollo.

En el capítulo II, se analiza la política mexicana dirigida a promover la inversión extranjera, y que permitió la gran afluencia de capital extranjero de cartera, considerándose para ello la política del Pacto de Solidaridad Económica (PSE) y del Pacto para la Estabilidad para el Crecimiento Económico (PECE), la renegociación de la deuda externa, el desarrollo reciente del sistema financiero mexicano y las reformas a la ley sobre inversión extranjera.

En el capítulo III, se expone el análisis y estructura de la Inversión Extranjera de Cartera en el período 1989-1995, efectuando dicho análisis por tipo de mercado (capitales y dinero) y de instrumento. Ello con el objetivo de poder demostrar la fragilidad financiera que observaba la economía al depender de manera excesiva de este tipo de capitales.

Finalmente, en el capítulo IV, se expone el impacto que los flujos de capital observaron sobre la cuenta corriente, la cuenta de capital, el tipo de cambio y la política monetaria y finalmente se describe la crisis de liquidez que se vivió en diciembre de 1994 y la evolución de la economía en 1995.

# CAPITULO I

## MARCO TEÓRICO

Uno de los problemas principales es cómo financiar el desarrollo. Desde luego, el ahorro interno tiene un papel muy importante y cualquier estrategia de política económica debe buscar fomentarlo decididamente. No obstante, el ahorro externo siempre ha sido y será fundamental como complemento en las aspiraciones de desarrollo.

Sin embargo, no es posible mantener el ahorro externo como fuente principal de financiamiento, aunque ello no implica eliminarlo, desalentarlo o ignorarlo.

El ahorro externo puede ingresar en forma de inversión extranjera directa (IED), endeudamiento directo o a través de inversión extranjera de cartera (IEC).

En este sentido, antes de explicar el papel del capital extranjero, es preciso entender por qué llega éste a economías como la nuestra, sin embargo a pesar de los múltiples estudios que se han realizado sobre el tema, el caso del capital extranjero es un ejemplo claro donde el análisis teórico va detrás de la práctica, a tal grado que la velocidad de los hechos inhiben el desarrollo de una teoría que sea universalmente valida, siendo en ocasiones rebasadas por el acontecer económico haciendo incongruentes o muy débiles dichos planteamientos, generando con ello la introducción de nuevos supuestos o aclaraciones adicionales a las teorías originalmente planteadas.

Así, en este capítulo se tiene por objetivo exponer la teoría sobre la que se sustenta la presente investigación, y permita dar explicación a los factores que permitieron la gran afluencia de capital extranjero en su forma de IEC a nuestro país. Asimismo, se definirá el concepto de inversión, necesario para el desarrollo y entendimiento de este trabajo.

## *1.1. La inversión*

La inversión en términos económicos se le identifica con la formación de capital y consiste en los aumentos de los bienes de capital reales, tales como edificios, construcción de fábricas, medios de transporte, etc. Según Keynes “esta acepción del término inversión se debe diferenciar cuidadosamente de la inversión puramente financiera, tal como la adquisición de acciones o títulos en la bolsa de valores. La inversión financiera adicional de la parte que adquiere los valores está compensada exactamente con la desinversión de la parte que vende los valores. No se hace ninguna adición al capital real como resultado de una transacción tal y, por lo tanto, no tiene lugar ninguna inversión real. Cuando se emiten nuevos valores industriales para financiar una ampliación de instalaciones, etc., y se adquieren trabajo y materiales para construir bienes de capital, es esto último y no la adquisición de valores industriales, en cuanto tales, lo que constituye la inversión real.”<sup>1</sup>

En consecuencia el concepto de inversión se vincula a la formación y mantenimiento de capital productivo, mercantil y financiero, considerando la obtención de un rédito o ganancia.

Ahora bien, la inversión por sus características puede ser realizada por los residentes de un país y está vinculada al ahorro que se genera internamente en el país de que se trate, así mismo, ésta puede ser realizada por residentes en el extranjero en sus diferentes formas y a la cual denominamos Inversión Extranjera (IE).

La inversión extranjera se puede realizar en unidades de producción o comercialización de bienes y servicios (directa o de cartera) o a través del mutuo (inversión financiera). Desde la perspectiva del inversor, los préstamos que realiza una institución financiera extranjera a una persona física o moral del país es una inversión extranjera; desde la perspectiva de quien la recibe es un “endeudamiento”.

---

<sup>1</sup> Dudley Dillard, La Teoría Económica de John Maynar Keynes. Ed. Aguilar, pág. 63.

Generalmente se tiende a identificar la inversión extranjera como aquella que se origina por el flujo de capitales entre dos o más países, ya sea Inversión Extranjera Directa (IED) o de Cartera (IEC), a la cual definimos como sigue:

**a) Inversión extranjera directa**

La inversión extranjera directa (IED), se considera como una parte de los flujos netos de CE que un país puede prestar (en calidad de acreedor) o recibir (en calidad de deudor) en tiempos y lugares determinados y tiene las siguientes características:

- Son flujos de recursos que se registran en la cuenta de capitales de la balanza de pagos.
- Son movimientos de capital que tienden a ser a largo plazo.
- Buscan obtener el control gerencial o una significativa influencia en las políticas de negocios donde se invierte.
- Su distinción reside en la posición o en la creación de activos fijos (maquinaria, equipo, edificios, fábricas, etc.).

**b) Inversión extranjera de cartera**

Para este análisis definimos a la inversión extranjera de cartera (IEC), como el ingreso de recursos financieros de nuestro país por: la colocación de bonos y papel comercial de entidades públicas y privadas de México en los mercados externos de capital; la adquisición de acciones de empresas mexicanas por agentes económicos del exterior en los mercados de valores nacional y extranjeros, y la adquisición de bonos denominados en pesos por agentes económicos del exterior en el mercado mexicano de valores. La IEC presenta un carácter especulativo y tiende a haber más individuos que incurren en este tipo de inversiones corporativas y presenta las siguientes características:

- Son flujos de recursos que se registran en la cuenta de capitales de la balanza de pagos.
- Tiende a ser a corto plazo aunque también se realiza a mediano y largo plazo.
- Puede ser privada u oficial.
- Puede ser líquida o no líquida.

El análisis del papel que juega el capital extranjero en su forma de inversión extranjera directa (IED) e inversión extranjera de cartera(IE), se justifica por las siguientes razones:

Se ubica a la inversión como la variable que determina la dinámica del desarrollo económico de cualquier tipo de economía y de ser una de las principales fuentes de cambio estructural de los países menos desarrollados. Por tal sentido se dice que el CE ocupa un lugar preponderante en este tipo de economías

Dado que los países en vías de desarrollo no cuentan con un margen de inversión suficiente para garantizar el crecimiento económico de manera sostenida y acelerada, entonces se hace necesaria la participación de la inversión extranjera en sus diversas formas, como una alternativa que coadyuve a disminuir esta deficiencia.

Si se expresa en términos de variables y, de acuerdo a la contabilidad del ingreso nacional, la cual indica que en una economía abierta la inversión agregada es igual a la suma de ahorro interno y su entrada de Capital extranjero (CE), esto significa que donde  $I$  es la inversión agregada del país;  $S$  es el ahorro interno y  $F$  son los flujos netos de CE.

Dada la incapacidad de la economía de reducir la entrada de CE sin reducir la tasa de formación de capital se hace necesario el incremento de  $S$ , sin embargo se observará que ante la imposibilidad de tal incremento, la entrada de CE es fundamental..

### **1.1.1. Los determinantes de la inversión extranjera de cartera**

*El diferencial esperado de la tasa de interés.* Este factor determina el volumen de inversión y depende de: a) la situación de la preferencia de liquidez (aspecto de la demanda), y b) la cantidad de dinero (se refiere a la oferta del precio del dinero, es decir, el tipo de interés. La preferencia de liquidez hace referencia al deseo de la gente de mantener algunos de sus bienes de capital en forma de dinero. La cantidad se refiere a la cuantía de los fondos en forma de monedas, papel moneda y depósitos bancarios que hay en manos del público.

Las razones por la que las personas desean tener riqueza en forma de dinero, se dividen de acuerdo al motivo, es decir:

Motivo transacción, mismo que hace referencia al uso de dinero como medio de cambio para efectuar las transacciones ordinarias, como la compra de materias primas, el gasto de alquileres, salarios, etc.

El motivo precaución, para hacer frente a situaciones de urgencia imprevistas que causarán desembolsos los que suponen las transacciones anticipadas y,

El motivo especulación, al cual Keynes define como “el intento de obtener un beneficio por conocer mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo”.<sup>2</sup>

*El tipo de cambio esperado.* La siguiente variable que influye en la inversión de cartera es el tipo de cambio esperado. Sin duda resulta también importante como la tasa de interés, ya que conjuntamente determinan el rendimiento esperado por el inversionista. Aquí se puede diferenciar el comportamiento de los inversionistas nacionales y el de los extranjeros.

---

<sup>2</sup> Dudley Dillard, op cit., Pág. 45.

**La diversificación.** Otro factor importante en la determinación de los inversionistas extranjeros de cartera es el de la diversificación. Como principio básico de las finanzas, el inversionista busca siempre diversificar su riesgo para minimizar las probabilidades de pérdidas.

**El factor riesgo.** Otra variable que influye en las decisiones de inversión de cartera es el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación riesgo país. El primero se puede incluir en la tasa de interés, la cual se incrementa ante una situación de mayor riesgo. Los inversionistas buscan diferentes combinaciones de rendimiento y riesgo en una cartera bien diversificada. Más atención amerita la calificación de riesgo país. Si el inversionista considera que su rendimiento, integrado con el premio al riesgo, supera a la calificación de riesgo, pueden fluir mayores montos de capital.

**La incertidumbre<sup>3</sup>** De los fenómenos que dominan la economía actual la incertidumbre es el central. El actor económico, en este caso una empresa que ofrece títulos en el mercado de valores, tiene que formular expectativas sobre los mercados futuros y sobre la acción de los diversos actores que concurren a ellos; en ambos casos se encara a procesos inciertos.

Hay que distinguir entre incertidumbre y riesgo. Este se presenta cuando es factible formular una función de probabilidad del fenómeno que se evalúa. Si ello no es posible, aparece la incertidumbre

La oferta de títulos en el mercado de valores es una parte de la estrategia empresarial y depende de tres hechos fundamentales: a) la evaluación que los administradores hacen de su propia empresa; b) su percepción simbólica de las expectativas de la misma, y c) la estrategia de la empresa como un actor en el juego competitivo del mercado.

---

<sup>3</sup> Juan Castaingts Tellery, La inversión extranjera de cartera. Revista de Comerciò Exterior, enero de 1996

En cada uno de éstos tres elementos se encuentra una combinación de información (undamentada o sesgada) de racionalidad en su uso, de creencias y deseos en su valoración y de incertidumbre en su apreciación. Sin embargo no obstante de que se cuenta con amplia información, ésta nunca es suficiente.

Por tal motivo la incertidumbre no se puede cuantificar, sin embargo el agente económico debe tomar decisiones para tener una apreciación del futuro. La percepción de la incertidumbre es un proceso complejo que surge por:

- ***Información limitada.*** La información de la que se dispone como su acceso a ella es limitada y su acceso a ella también es limitada. Además en un mundo competitivo y de lucha por el poder, la información suele presentar sesgos y desviaciones realizadas por o en beneficio de alguno de los actores del juego. Dado lo anterior (los límites y sesgos de la información), todo análisis presenta un contenido de incertidumbre.
- ***Desconocimiento de los fenómenos sociales.***
- ***Caos en el fenómeno.*** Dado que los problemas económicos son complejos.
- ***Las creencias.*** Dado que el agente económico es parte constitutiva del objeto de observación, está ligado a los factores políticos sociales y económicos y por lo tanto se forman creencias de lo que sucede a su alrededor.
- ***La capacidad limitada de cálculo.*** No existe el modelo ni la calculadora de realizar cálculos infinitos.

## ***1.2. Keynes y la teoría de la inversión***

El modelo de Keynes considera como uno de los rasgos más sobresalientes del comportamiento de las economías capitalistas, su carácter fluctuante, su constante transitar una situación de desequilibrio a otra, en su búsqueda del equilibrio. Estas oscilaciones responden principalmente al comportamiento errático de la inversión, misma que se explica por las condiciones de incertidumbre y especulación bajo las que se realiza.

Keynes desarrolla una teoría del comportamiento empresarial respecto a la inversión sobre la base de una conducta cuyo fin es el de la maximizar las ganancias, sin embargo aclara que por encima del cálculo racional y preciso en la evaluación de estas ganancias, priva un estado general de ánimo de optimismo, relacionado con la apreciación de los inversores del contexto económico, político y social, que impulsa o frenan las inversiones. Así estas últimas no sólo pueden explicarse por variables económicas de maximización, sino que también y fundamentalmente se hallan determinadas por la confianza empresarial en el medio en que esta inserta la actividad económica.

Señalando este aspecto eminentemente subjetivo, que es la forma en la que el agente económico evalúa su contexto, Keynes analiza los factores que determinan la inversión.

Esta parte tiene como finalidad exponer los planteamientos de Keynes respecto a la inversión y en lo que hace el carácter inestable de las economías capitalistas.

### **1.2.1. Los determinantes de la inversión**

Una inversión se lleva a cabo cuando los rendimientos que se espera obtener de ella, superan a los costos en los que se incurre para realizar dicha inversión, es decir superiores al precio del bien de capital. Los rendimientos esperados, son el remanente que se cree

obtener de la venta de los productos elaborados con el nuevo bien de inversión, después de deducir los costos directos y los gastos de operación.

El monto de la inversión, depende de la comparación entre el precio del bien de capital -o costo de reposición- y de los rendimientos que se espera obtener con esa inversión, actualizados éstos últimos con la tasa de interés de mercado, y contemplar si es posible establecer si la inversión resultará rentable: si los rendimientos esperados actualizados son mayores que el precio de oferta, la inversión es redituable y el proceso inversor proseguirá hasta el punto en el que el valor actualizado de los rendimientos previstos se iguale al precio de oferta del bien de capital.

Keynes va a determinar el monto de la inversión comparando la tasa de interés con la eficacia marginal de capital. Este último concepto, es equivalente a la tasa de descuento que igualaría el valor de los rendimientos esperados de una inversión, en todo tiempo que dure, con su precio de oferta<sup>4</sup>. Mientras esta tasa de descuento sea mayor que la tasa de interés de mercado, habrá inversión y ésta se detendrá en el momento en el que una y otra se igualen.

Así, el volumen de la inversión en cada momento depende de la relación que mantienen entre sí la eficacia marginal de capital y la tasa de interés. Los cambios en una u otra implican cambios en el nivel de la inversión.

Por lo tanto la inversión se explica por el hecho de depender de la comparación entre tasas de interés y eficacia marginal de capital, ahora bien, esta última está expuesta a cambios repentinos toda vez que ella depende de los rendimientos esperados de los bienes de capital, y estos rendimientos esperados se fundan sobre un conocimiento incierto donde pesa con fuerza el presente. Por ello las expectativas de los empresarios están sujetas a cambios que afectan tanto los montos como el destino de la inversión.

---

<sup>4</sup> Keynes , op. Cit. Pág. 135

Efectivamente como el proceso inversor se desenvuelve en un contexto de incertidumbre, propio de una economía descentralizada donde las decisiones corren por cuenta de los empresarios que actúan independientemente los unos de los otros, las expectativas de ganancias juegan un papel central en la determinación de las decisiones de inversión y a través de éstas, en la determinación del nivel general del producto.

A la inseguridad que acompaña a estas expectativas y que resta estabilidad a los proyectos de inversión debe agregarse la sensibilidad del proceso inversor que proviene de la existencia de un mercado de valores donde existe especulación.

La tasa de interés también se caracteriza en el análisis de Keynes, por su componente subjetivo. Lo que cuenta en ella y la hace volátil, no es tanto su nivel real como el grado de divergencia de este último con el nivel estimado seguro.

Por último es necesario contemplar el origen de los recursos invertidos y las condiciones bajo las que se lleva adelante el proceso inversor para completar la explicación del nivel de actividad económica y de sus fluctuaciones.

Toda vez que la inversión resulta viable por ser la eficacia marginal del capital superior a la tasa de interés, queda por determinar el monto de la misma, ya sea a través de recursos propios o mediante endeudamiento, ahora bien, incurrir al endeudamiento para ampliar la cantidad de recursos destinados a la inversión tiene consecuencias importantes en el desempeño del quehacer económico, dado que a ello se suma el de mayor inestabilidad que como consecuencia del endeudamiento adquiere la vida económica.

Me refiero aquí no sólo a la versatilidad que confiere al proceso inversor, la especulación en el mercado de acciones, sino también a aquella que se deriva de la inversión en condiciones de alto riesgo y que conduce al colapso de la eficacia marginal del capital. Esta situación hace referencia a aquellas inversiones que se realizan fundándose en expectativas

erróneas y contrayendo deudas a altos tipos de interés, mismas que luego, dado los resultados del ejercicio productivo inferiores a los esperados, no pueden saldarse.

### **I.2.2. Mercado de capitales y especulación.**

La relación entre inversión y mercado de capitales, de acuerdo a la argumentación Keynesiana, se sustenta sobre la base de las expectativas que hagan los agentes económicos respecto a la marcha de la economía. Muy específicamente, las decisiones de inversión y por tanto el volumen de esta última, depende de las previsiones de los empresarios previsibles de la inversión considerada. De ahí la importancia de las previsiones. Estas se estiman en función del presente: las condiciones reales del mercado son el elemento indicador del futuro. No obstante que las previsiones carecen de un sustento seguro, la actividad inversora se fundamenta en ellas. Por ello, todo factor que limita la incertidumbre respecto al futuro, juega un papel positivo en la marcha de la inversión.

En relación a los factores que dan seguridad, debe señalarse:

- La existencia de actividades que por responder a intereses sociales emprende el estado, garantizando un rendimiento a las acciones emitidas.
- La existencia de mercados de inversión organizados.

Estos mercados favorecen la inversión al brindar condiciones que dan mayor seguridad a los inversionistas. Un factor importante en relación a las decisiones de inversión consiste en el grado de confianza del inversionista en sus previsiones. Siendo mayor esta en cuanto menor sea el periodo de tiempo sobre la que se estimen los rendimientos, debido a que sus apreciaciones del futuro se fundamentan en el presente. La característica de un mercado de acciones permite a los inversionistas actuar permanentemente en condiciones de corto plazo, pues en cualquier momento pueden cambiar sus decisiones.

Sin embargo, la problemática de este mercado radica en la inestabilidad que infiere a la inversión, puesto que buena parte de las acciones está en manos de personas que desconocen la marcha real de la empresa, basando sus decisiones tanto de compra como de venta de títulos en conocimientos superficiales. Por lo que se presentan cambios bruscos en el valor de las acciones, comprometiendo la marcha estable de la empresa, enfrentando serios problemas.

A esta situación de inestabilidad se adiciona, para profundizarla, la aparición del especulador, mismo que se encuentra donde existe un mercado de capitales organizado. Con él, la inversión deja de ser una actividad sustentada sobre bases justificadas respecto a la producción. No se trata de invertir en aquellas acciones seguras, respaldadas por el funcionamiento de la empresa, en un horizonte temporal relativamente largo, sino de invertir o desinvertir allí donde el especulador estima que por una u otra razón coyuntural obtendrá a través de la compra o venta de acciones una ganancia de capital. Se trata de adelantarse a la evaluación que realiza el mercado de acciones para obtener así una ganancia inmediata.

Cuando el motivo especulación es mayor que el motivo empresa, el precio de los activos está sujeto a variaciones marcadas, afectando así la marcha de la actividad productiva.

Estas variaciones en los precios de los activos no sólo significan una transferencia de riqueza entre los accionistas, sino que también tienen efectos sobre el proceso de producción, afectando la marcha real de la economía, imprimiéndole un carácter fluctuante e inestable. Así la actividad especulativa tiene capacidad para incrementar o disminuir los recursos financieros de una empresa y ello con independencia de las variables reales. De esta forma puede favorecer o limitar un alto ritmo de inversión.

De acuerdo a lo anterior, se concluye que una de las características principales de la inversión, en el análisis Keynesiano, es su inestabilidad. Esta última responde al hecho que la inversión depende de los rendimientos esperados que el empresario estima poder obtener

si adquiere un bien de capital. En la medida que las expectativas se efectúan sobre la base de una apreciación subjetiva, fundamentando en un conocimiento incierto, donde pesa con fuerza el presente, ellas están sujetas a cambios rápidos y violentos que caracterizan tanto los montos, como el destino de la inversión. A esta versatilidad debe agregarse aquélla que responde a la actividad especulativa propia de la existencia de un mercado de valores.

### ***1.3. Minsky: ciclo económico e inestabilidad financiera***<sup>5</sup>

Minsky estudia la relación que guarda la inversión en el sistema financiero. Al ligar la marcha de la inversión con el funcionamiento de los mercados financieros, dando cuenta de las condiciones que generan recurrentemente una situación de crisis o depresión, considerando para ello un esquema explicativo fundado en las relaciones que guardan entre sí, la inversión, las ganancias, el financiamiento y las posibilidades de saldar deudas.

Minsky se interesa específicamente por el estudio de las relaciones entre las empresas y las instituciones financieras. Como en la actualidad la intermediación financiera se interpone entre el proceso real de inversión y la propiedad de los recursos con los que se lleva adelante esa inversión, el punto de partida de análisis debe ser el de una economía en la que opera un sistema financiero que capta y crea recursos para poner a disposición de las empresas.

Puesto que la actividad inversora se lleva a cabo y es posible mediante la contratación de deudas y que el tráfugo de deudas es el campo de acción y una fuente de ganancias para el sistema financiero .

La demanda de recursos financieros por parte de las empresas responde a sus necesidades para emprender nuevas inversiones, para hacer frente a sus gastos de operación o para refinanciar deudas.

---

<sup>5</sup> López, J. La Economía del Crecimiento, capítulo 7. 1985. H. Minsky, H. Las razones de Keynes

Es de suponer que en una situación en la que se está validando las expectativas de ganancias y en la que se está ampliando el mercado, las decisiones de inversión aumentarán al mismo tiempo que las instituciones financieras estarán dispuestas a otorgar créditos en condiciones favorables, ya que las ganancias actuales permiten saldar las deudas y las expectativas de ganancias futuras crean un clima de confianza en el mercado.

Se genera entonces una demanda creciente de recursos para destinar la inversión. Estos recursos pueden provenir de la acumulación interna de las empresas o mediante la obtención en el mercado financiero. Recurrirán a éste toda vez que los rendimientos actualizados que esperan obtener con el nuevo bien de capital sean superiores al precio de oferta del mismo y permitan cubrir inmediato o mediante los compromisos de pago que contraen para acometer la inversión.

Así, las ganancias del sistema financiero son función del monto de créditos otorgados, cuando el sistema económico es estable, ésto es, cuando los planes de los agentes económicos se ven complementados, cuando las ganancias realizadas corresponden a las anticipadas, cuando los recursos propios son suficientes para saldar las deudas contraídas, el conjunto de las instituciones financieras tiene interés en incrementar sus préstamos. Al mismo tiempo las empresas, al ver validadas sus expectativas y si prevén un crecimiento del mercado, tienen interés en ampliar sus inversiones, incrementando su endeudamiento.

Dentro de ciertos límites el sistema financiero puede ampliar, sobre la existencia de una misma base monetaria, su oferta de recursos financieros (a través de innovaciones en su modo de operar). Ello permite que la oferta se adecúe a la demanda creciente sin que aumente el tipo de interés.

La contrapartida negativa de esta situación en las que la inversión, las deudas y el nivel de actividad económica se expande, reside en la mayor vulnerabilidad que adquiere el conjunto de la economía.

Efectivamente, en un contexto de auge la anticipación de ganancias crecientes aunada a la oferta de recursos lleva a políticas de endeudamiento cada vez más audaces por parte de las empresas, así muchas unidades se endeudarán y recurrirán durante cierto tiempo a nuevos endeudamientos para pagar los intereses (intereses y capital de sus obligaciones), recurriendo a nuevos préstamos. Para todas ellas, el funcionamiento fluido del mercado financiero resulta indispensable ya que su demanda de recursos responde a la necesidad de saldar compromisos de pago contraídas en el pasado.

Ahora bien, durante un cierto tiempo resulta posible satisfacer la demanda creciente de recursos financieros con una base monetaria constante, sin que se eleve el tipo de interés. Sin embargo la aptitud de incrementar la oferta, bajo estas condiciones, está acotada. Además, en la medida en la que aumenta la demanda de recursos, el grado de exposición del sistema financiero crece, el riesgo que asume es mayor. Ello conduce a tasas de interés crecientes.

El aumento de las tasas de interés eleva el precio de oferta de los activos de capital (costo creciente), reduce su precio de demanda (tasa de actualización mayor), con lo que el volumen de la inversión cae. Se reducen otro tanto las ganancias pudiendo desajustarse las ganancias esperadas con las realizadas. Cuando ello ocurre, empresas que contaban con determinado flujo de ingresos por concepto de ganancias para hacer frente a sus obligaciones deben recurrir a otros procedimientos: ventas de sus activos, recursos líquidos o endeudamiento.

A su vez aquellas unidades que desde un principio requerían recurrir al financiamiento para saldar sus deudas, encuentran modificados los términos en los que éste se concede, sin poder prescindir del mismo (demanda de recursos financieros inelástica). Sus obligaciones crecen mientras que sus ingresos caen.

Esta situación se autoperpetúa agravándose con el paso del tiempo: las empresas con recursos suficientes para saldar sus deudas reducen el monto de su inversión ante el aumento del tipo de interés y el clima de incertidumbre provocan así una caída en las ganancias. Aquellas unidades que pueden prescindir de nuevos endeudamientos para cumplir con sus compromisos de pago, ven tanto por la reducción de las ganancias como por la tasa de interés creciente y la caída en el valor de sus activos, cada vez más difícil la posibilidad de saldar sus deudas y más cercana la de quebrar.

En este contexto, la magnitud de la recesión y la posibilidad de una crisis depende de la estructura económica vigente, del peso que tienen en el conjunto de la economía las empresas que ante cambios en el tipo de interés se ven imposibilitadas para enfrentar satisfactoriamente sus compromisos. Mientras mayor sea la tasa de endeudamiento (relación fondos prestados/total de activos), más vulnerable resulta la actividad inversora.

Efectivamente, reducciones aún pequeñas en las ganancias realizadas respecto a las ganancias esperadas o directamente en las ganancias esperadas, elevan la preferencia por la liquidez al poner en cuestionamiento la capacidad de cumplir con las obligaciones asumidas. Se eleva así la tasa de interés y se desencadena la mecánica recesiva recién señalada, caída de la inversión, de las ganancias, peso mayor de la deuda, riesgo mayor, inelasticidad de la demanda de dinero, nuevo aumento en el tipo de interés y así sucesivamente. Surge así, junto con la recesión, la posibilidad de un colapso en el mercado, quiebra que se explica por las interrelaciones existentes entre las distintas unidades que conforman la estructura productiva de una economía, a través de las cuales se retransmiten y amplifican las dificultades de cada unidad.

Nótese que la recesión y la crisis surgen del propio comportamiento del mercado durante la situación de auge las instituciones financieras en un contexto de actividad económica creciente, con perspectivas de ganancia seguras, crean por sus propias funciones, las condiciones para la futura recesión o crisis al conceder préstamos a unidades que sólo pueden saldar estas obligaciones recurriendo a nuevas deudas.

La profundidad que adquieren la recesión y la crisis posible, así como el lapso temporal durante el cual se extienden, depende en parte de las medidas que asuma el gobierno mediante el gasto público así como las que implemente la Banca Central.

De este enfoque centrado en las instituciones financieras y de las empresas, colige la vulnerabilidad de la economía capitalista sujeta a sus propias características, a fluctuaciones y expuestas a crisis a lo largo de sus funcionamiento.

#### ***1.4. Represión Financiera, algunos aspectos teóricos.***

El presente inciso, tiene por objetivo exponer los principales aspectos teóricos sobre los que se fundamentó la política económica, que permitió la gran afluencia de capitales foráneos a nuestra economía, misma que se centra en la “Represión Financiera”, enmarcada dentro del enfoque económico (llamado neoliberal) que propone la desregulación de los mercados financieros como medida indispensable para superar los problemas del subdesarrollo. Dicho enfoque está en desacuerdo con la política monetaria ortodoxa que recomienda la restricción crediticia para equilibrar los sectores interno y externo de una economía; de igual forma elimina las políticas keynesianas que proponen mayor intervención del Estado para superar los desequilibrios estructurales de los países en vías de desarrollo (PED).

Esta visión atribuye considerable importancia al sistema financiero en el desarrollo económico. Sus partidarios sostienen que la ausencia de un sistema financiero desarrollado restringe el crecimiento económico y que, por ello, el gobierno debe dirigirse a alentar el crecimiento del sistema financiero. Argumentan que un mercado de capital desarrollado, y un comercio exterior libre, orientan recursos financieros hacia las actividades prioritarias de manera más eficiente que el aparato proteccionista. La represión financiera disminuye la eficiencia económica por diversas razones:

- La existencia de un racionamiento del crédito.

- Reduce la eficiencia porque fomenta el autofinanciamiento de las empresas. Lo que puede implicar que empresas nuevas con proyectos de inversión muy rentables no puedan establecerse por falta de recursos; y por el contrario, empresas de menor rentabilidad, pero ya establecidas, orienten sus recursos internos a proyectos de inversión inferiores.
- Fomenta la ineficiencia porque estimula la inversión en salvaguardas contra la inflación, las cuales desvían el ahorro de sus usos más productivos.

Así mismo aducen que el mercado financiero es un pre-requisito del desarrollo económico, pues un mercado financiero evolucionado incrementa la propensión a ahorrar de la población y canaliza los recursos a sus usos más eficientes, dado que los intermediarios financieros pueden ofrecer mayores rendimientos a los ahorradores, y proporcionar mayores fondos a costos más bajos a los inversionistas. Así mismo parte de la premisa fundamental de que en los PED, los mercados están fragmentados: las empresas pagan diferentes precios por los mismos factores productivos, y se observa una fuerte dispersión de rendimientos, lo que refleja la existencia de indivisibilidades importantes en la inversión, mismas que se encuentran inexploradas por falta de recursos financieros. Por lo que dicen que en tales circunstancias es mejor contar con crédito abundante, aunque sea a mayores tasas de interés, que mantener tasas de interés bajas canalizando hacia la inversión un volumen bajo de ahorros.

Con el desarrollo financiero, la relación de deudas a ingreso nacional tiende a aumentar, pues los intermediarios financieros emiten títulos de deuda indirecta que se ajustan a las necesidades de los ahorradores, dando lugar a que con esos recursos contraigan deudas directas los inversionistas.

Dado que suponen que el sistema financiero asigna los recursos en forma más eficiente que el gobierno, se recomienda que la creación de dinero por parte de las autoridades monetarias se subordine a la expansión de los intermediarios financieros.

#### **I.4.1. Liberalización financiera**

Los teóricos de la “Represión Financiera” enfatizan la eficiencia de los mercados para asignar los recursos productivos, y proponen la liberalización financiera y comercial como vías para superar el subdesarrollo, considerando que una reforma financiera que eleve las tasas de interés real y liberalice la expansión del crédito, junto con una apertura comercial apoyada en un tipo de cambio realista, orientaran a las actividades prioritarias mayores recursos que el conjunto de políticas proteccionistas, influyendo a que esos recursos se empleen en forma más eficiente.

Así, los teóricos de este enfoque aducen que muchos países en desarrollo no tienen mercados libres de capital. Se caracterizan más bien por lo que se conoce como “Represión Financiera”, que por lo general se identifica con controles de las tasas de interés particularmente con controles que generan tasas reales negativas de interés de los depósitos. Estos controles son impuestos generalmente por el gobierno, aunque a veces, surgen como consecuencia de acuerdos entre instituciones financieras del sector privado para restringir tasas de interés. La consecuencia es que las tasas corrientes de interés están formadas con respecto a las tasas de interés de equilibrio que prevalecen en un mercado de dinero competitivo. La represión puede también ampliarse hasta abarcar las restricciones del gobierno, que desalientan el desarrollo de instituciones o instrumentos financieros que conducen a mercados financieros incompletos o fragmentados.

Las recomendaciones de políticas que surgen de un análisis de la represión financiera apuntan a la liberalización que conduce a la profundización financiera, requiriéndose que las tasas de interés sean liberadas de los controles gubernamentales, lo que fomentara el

crecimiento de los activos y pasivos financieros, alentando a los ahorristas e inversionistas desplazarse de un sector informal hacia el formal, fomentando así la transformación de un mercado de capital, en el sentido más amplio fragmentado, estrecho e ineficiente en un mercado mas eficiente, completo y amplio.

Dentro de los instrumentos de la represión financiera los que más destacan son:

*Controles a la tasa de interés.* Estableciéndose topes para las tasas nominales de depósito; topes para las tasas nominales de préstamo , y topes conjuntos para las tasas nominales de depósito y préstamo.

*Requerimiento de encaje legal.* Es normal que los bancos centrales impongan encajes legales a los bancos comerciales, utilizando de este modo por parte del gobierno el sistema bancario como fuente de financiamiento y se convierte en el principal prestatario, con prioridad sobre los otros prestatarios potenciales.

*La orientación de la inversión.* Algunos gobiernos ordenan a sus instituciones financieras que orienten una cierta proporción de sus préstamos hacia sectores específicos.

La estrategia que proponen para aumentar las tasas de interés real consiste en incrementar de manera importante las tasas de interés nominal, al mismo tiempo que se reducen las expectativas inflacionarias mediante una reforma fiscal que elimina el financiamiento inflacionario.

No obstante de los puntos de coincidencia respecto a la orientación que deben tomar las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, en los PED, se observan diferencias entre ellos con relación a la secuencia y magnitud de los ajustes en el inicio del proceso de liberalización.

Respecto a lo anterior se observan tres posiciones:

En primer lugar se encuentran los que, como Mckinnon y Kapur, recomiendan dar prioridad a la liberalización financiera y posponer un poco la apertura comercial, manteniendo sobrevaluado el tipo de cambio. En segundo lugar están los que, como Galbis y Mathieson, recomiendan retrasar el ajuste pleno de las tasas de interés y devaluar la moneda más allá de su nivel de equilibrio. Por último, se distingue a los que como M. Bruno, aconseja llevar a cabo simultáneamente la reforma financiera y la apertura comercial, ajustando las tasas de interés y el tipo de cambio hasta sus niveles de equilibrio, pero manteniendo controles de precios y salarios durante las primeras etapas del proceso. Al respecto se plantean dichas posiciones:

#### **a) Tasas de interés y tipo de cambio**

Los teóricos de este enfoque dicen que los precios internos de un país no siempre son iguales a los precios externos (tipo de cambio), y que las tasas reales de interés pueden diferir de la tasa externa como resultado de acciones deliberadas de las autoridades monetarias. Por consiguiente afirman que el tipo de cambio real y la tasa de interés real son variables instrumentales de la política económica, que pueden manejarse para influir sobre otras variables reales.

De igual forma observan, a diferencia de los monetaristas ortodoxos, que los mercados se ajustan a los precios con diferente velocidad, y que mientras en el mercado financiero reaccionan más rápidamente a cualquier fluctuación en la tasa de interés o en el tipo de cambio, el mercado real lo hace con mayor lentitud. Por este motivo, los programas (neoliberales) de estabilización dan gran importancia a la coordinación de las políticas monetaria y cambiaria durante el proceso de liberalización financiera.

El incremento rápido de las tasas de interés nominal, y el descenso de las expectativas inflacionarias (como resultado del saneamiento de las finanzas públicas) conllevarán a elevar considerablemente las tasas reales de interés, dando lugar a la atracción de flujos de

capital externo estabilizadores que limitan cumplir con el objetivo de reducir la emisión primaria, dado que con un tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria se vería en la necesidad de convertir las divisas que entrarán en su equivalente en moneda nacional.

Para evitar un excesivo flujo de capital proponen combinar la política monetaria de altas tasas reales de interés, con una política devaluatoria que lleve a igualar el rendimiento interno del capital con el rendimiento externo. Para ello proponen que en vez de que la política cambiaria se ajuste a la paridad de poder de compra, que se adapte a la medida de las tasas de interés, en el entendido de que la estabilización a corto plazo de los flujos de capital externo es más importante que el equilibrio de largo plazo en la cuenta de mercancías.

Considerando una vez la necesidad de coordinar las políticas cambiaria y monetaria para evitar flujos desestabilizadores de capital externo, el único punto a discusión es si las tasas de interés deberán ajustarse a sus niveles de equilibrio desde el inicio del proceso de liberalización, o no.

Al respecto, Mckinnon opina que sí, debiéndose rezagar el tipo de cambio para que las expectativas de una devaluación futura limiten la afluencia de capital especulativo, proponiéndose para ello realizarlo en dos fases. En la primera el gobierno deberá elevar de forma importante las tasas de interés nominal, aparejado de una reforma fiscal, que excluya la posibilidad de recurrir al financiamiento público por la vía de emisión de billetes, dando con ello, supuestamente, credibilidad al compromiso del gobierno de frenar la inflación, lo que ayudará a elevar las tasas reales de interés y producirá un aumento en la captación bancaria.

La corrección del tipo de cambio en la primera fase, se deberá hacer de manera parcial, con el objetivo de que el fuerte diferencial de tasas de interés que se espera obtener con relación al exterior limite la fuerte afluencia de capitales externos.

Posteriormente Mckinnon propone que en la segunda etapa, la corrección del tipo de cambio se lleve a cabo en forma gradual, a través de un desliz de la moneda que irá disminuyendo, junto con las tasas de interés nominal, a medida que la inflación disminuya.

De acuerdo a lo anterior la estrategia que Mckinnon propone depende crucialmente de dos supuestos relativos al proceso de formación de precios, es decir:

- Que los precios y las expectativas de precios dependen esencialmente de la tasa de crecimiento de la emisión primaria .
- Que la devaluación y la elevación de la tasa de interés nominal interna no afectan preponderantemente a los precios internos.

Sin embargo, Mckinnon admite en su análisis, que la devaluación puede tener efectos inflacionarios, dificultando el crecimiento sostenido de las exportaciones. Recomendando al respecto, que la liberalización del comercio exterior se inicie una vez que la liberalización financiera haya tenido éxito, y los problemas del financiamiento interno hayan sido eliminados. Para esto es necesario que durante un cierto tiempo posterior a la implementación de la reforma monetaria, se deberá mantener los controles internos de precios, los subsidios y el racionamiento, considerando que esta acción del gobierno (proteccionista), sólo se eliminará una vez que la inflación haya quedado bajo control.

Por lo tanto el control de la inflación es prerequisite para la apertura comercial y el éxito de la estrategia de liberalización.

#### **b) Proceso de liberalización con incremento en tasas de interés moderados y aguda devaluación.**

Contrariamente a lo propuesto por Mckinnon, autores como Galbis y Mathieson, proponen iniciar el proceso de liberalización financiera con una alza moderada de las tasas

de interés nominal y una aguda devaluación de la moneda, que haga que el tipo de cambio real se coloque por debajo de su nivel de equilibrio.

Estos autores sostiene que una elevación repentina en la tasa de interés nominal hasta el nivel de inflación esperada, en una economía con represión financiera, produciría pérdidas a las instituciones financieras, por lo que se recomienda que por un tiempo las tasas de interés se mantengan por debajo de su nivel de equilibrio (inferiores a la tasa esperada de inflación).

En virtud que dicha política llevaría al rendimiento interno real del capital a colocarse por debajo de su rendimiento en el exterior, tendiendo a fomentar la fuga de capitales, se propone aplicar una política cambiaria compensatoria que, al propiciar expectativas de una re-valoración futura del tipo de cambio, iguale los rendimientos interno y externo del capital. Por tal motivo Galbis recomienda que en una primera etapa la devaluación de la moneda sea superior al diferencial de precios con el exterior.

Posteriormente, una vez pasada la etapa inicial y habiendo alcanzado la tasa de interés su equilibrio (es decir que sea positiva e iguale a la productividad marginal de la inversión), la tasa de devaluación deberá limitarse a igualar el diferencial de tasas de inflación interna y externa. Ello según Galbis, será suficiente para atraer una afluencia normal de capitales extranjeros, dado que en la economía subdesarrollada las tasas de interés real de equilibrio será mayor que la tasa real en exterior.

El autor recomienda para llevar a cabo esta política no liberalizar, en una primera etapa las tasas de interés, sino ejercer la actividad moderada de la autoridad monetaria.

Galbis al igual que Gurley y Shaw, considera que en los mercados oligopolicos (como los de los PED), la liberalización de las tasas de interés no conllevaría al incremento en el volumen de crédito que se busca, sino más bien a un incremento en el diferencial entre tasas activas y pasivas de los bancos, con racionamiento del crédito. Así, con el objeto de reducir

el grado de oligopolio del mercado, propone conceder la entrada extranjera de intermediarios financieros. A tal respecto, Shaw y Gurley recomiendan eliminar restricciones a los tipos de valores que puedan tener en cartera las distintas instituciones financieras, de modo que éstas tengan más flexibilidad para crear liquidez.

**c) Liberalización financiera y apertura comercial simultáneas, con control de precios y salarios.**

Otra posición dentro del enfoque sobre la “Represión Financiera”, se encuentra la de M. Bruno, quien recomienda realizar la liberalización financiera conjuntamente con la apertura comercial, sin permitir rezagos en el tipo de cambio, pero aplicando controles de precios y salarios para evitar los efectos desestabilizadores a corto plazo de las medidas de ajuste.

Así mismo, aduce al igual que los demás teóricos de esta visión, la necesidad de iniciar el proceso de ajuste con una reforma fiscal que disminuya el déficit público y ayude a modificar las expectativas inflacionarias, considerando esta última como un pre-requisito fundamental para llevar a cabo la liberalización financiera y apertura comercial.

En sus planteamientos, el autor señala la desigual velocidad con que se ajustan los mercados reales y financieros, advirtiendo que las fluctuaciones en el tipo de cambio tendrán efectos inmediatos en los flujos de capital, por el contrario, sus efectos se manifestarán más lentamente en las importaciones y exportaciones. Por esta razón propone que la política cambiaria se oriente a igualar el rendimiento interno del capital con su rendimiento en el exterior. Adicionalmente, recomienda limitar la apertura financiera, manteniendo controles a la cuenta de capital de la balanza de pagos, para evitar que el ingreso excesivo de capitales del exterior, durante el proceso de liberalización financiera interna, dificulte o malogre los objetivos del programa de estabilización (por ejemplo elevando la oferta monetaria, o sobrevaluando el tipo de cambio).

Así mismo el autor reconoce que la devaluación de la moneda (necesaria para apoyar la apertura comercial), puede ocasionar efectos inflacionarios súbitamente. Para evitar estos efectos desestabilizadores, recomienda que tras la devaluación inicial de la moneda se establezcan controles de precios y salarios, los cuales al igual que la expansión del crédito, deberán manejarse, de tal forma que el salario nominal, tipo de cambio nominal y el medio circulante, avancen al mismo ritmo, evitando así, cambios en los precios relativos que afectan la economía real.

Finalmente se puede decir que el programa que M. Bruno propone para llevar a cabo la liberalización financiera en una economía con represión financiera se resume en:

- Saneamiento de las finanzas públicas con el objetivo de reducir el financiamiento inflacionario.
- Devaluar la moneda y luego congelar el tipo de cambio para apoyar exportaciones.
- Control de salarios.
- Control de precios que elimine las expectativas inflacionarias.
- Deflacionar el tipo de cambio, salario nominal y medio circulante de manera pronta y simultánea.
- Mantener controles sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos para evitar flujos de capital desestabilizadores.
- Eliminar el control de precios, una vez alcanzado la estabilidad, evitando ajustar salarios al cien por ciento de los choques externos, para no perder competitividad.

## CAPITULO II

### POLITICA DIRIGIDA A PROMOVER LA INVERSION EXTRANJERA

La situación de crisis económica que presentaba la economía mexicana a finales de 1987, hacia necesaria la recuperación del crecimiento económico, ello requería del restablecimiento de los flujos de capital externo que hiciera posible financiar el desequilibrio en la cuenta corriente, asociado con el mayor dinamismo de la inversión. Dado lo anterior, la administración de Salinas de Gortari, llevó a cabo una política para promover la inversión extranjera.

Es así que a partir de 1988 se ha venido realizando en México una reforma orientada a liberalizar, desregularizar y privatizar el sistema financiero con la finalidad de que este, pueda cumplir adecuadamente con los objetivos que se le confiere, como es la captación y asignación de recursos de una manera más eficiente. Esta se cumple en el marco de una estrategia aplicada por el gobierno para producir un cambio estructural de la economía mexicana que la lleve a operar como una economía abierta y desregulada, bajo el liderazgo de la empresa privada.

En tal sentido, la estrategia de Política Económica que implementó el gobierno para dar cumplimiento a lo anterior, se fundamenta en las recomendaciones de políticas que surgen de un análisis enmarcado dentro de la teoría de la “represión financiera”, que apuntan a liberalizar y profundizar la actividad financiera, requiriendo que las tasas de interés sean liberadas, alentando con ello el desarrollo institucional.

De acuerdo a la teoría de la liberación financiera, se establece que para llevar a cabo ésta, es necesario primeramente crear las condiciones de estabilidad macroeconómica de las principales variables.

Dado que las iniciativas de liberalización financiera emprendidas en un ambiente de inestabilidad macroeconómica genera riesgos considerables, por lo que se tomaron medidas que condujeran a la estabilidad de precios macroeconómicos y el saneamiento de las finanzas públicas. A esto se dio respuesta con un programa heterodoxo de estabilización iniciado a fines de 1987, denominado Pacto de Solidaridad Económica.

### ***II.1. Política de estabilización 1988-1992***

La crisis financiera de finales de 1987 desencadenó una escalada inflacionaria, e hizo evidente la fragilidad del proceso de recuperación económica iniciado ese año. Nuevamente la activa política cambiaria aplicada desde 1986 en respuesta al choque externo que significó la caída del precio del petróleo, así como las implicaciones fiscales del servicio de la deuda persistieron como las principales causas de la inflación. A esto se agregó un importante componente inercial, sustentado en las expectativas de los agentes económicos, quienes, por adelantado, ajustaban sus precios al alza, considerando la tasa de crecimiento en el pasado y el comportamiento esperado en el futuro. De esta manera, la inflación había cobrado un peligroso dinamismo propio y el objetivo de controlarla se convirtió en una prioridad de la política económica.

#### **II.1.1. Pacto de Solidaridad Económica.**

En un contexto de esta naturaleza, a mediados de diciembre de 1987, el Presidente de la República y los representantes de los sectores productivos obrero, campesino y empresarial, suscribieron el “Pacto de Solidaridad Económica” (PSE). Para ello, el programa combinaba medidas de corte ortodoxo -mayor ajuste fiscal y una política crediticia restrictiva-, con medidas heterodoxas también conocidas como de ingresos, relativas al control de precios clave de la economía. Asimismo, señalaba los compromisos contraídos por cada sector para contribuir a la desaceleración de la inflación. Así el PSE estuvo basado en cuatro

lineamientos básicos que permanecieron inalterados hasta el 31 de diciembre de 1988, mismo que se resumen a continuación:

⇒ El saneamiento financiero del sector público y la consiguiente contracción fiscal que ello implicaba, a través de: la congelación, primero, e indexación después, de los precios y tarifas del sector público, eliminación de algunos subsidios en la utilización de energéticos por la industria y mediante el ajuste de los derechos y aprovechamientos. Aunado a lo anterior, se observaba el agilizar el proceso de desincorporación de empresas públicas no estratégicas, que coadyuvara al logro de un superávit primario y continuar con la transformación estructural de la actuación macroeconómica del sector público.

⇒ Mantener un sistema flexibilizado de tasas de interés que al tiempo que permitiera elevar la captación del ahorro interno, canalizara montos suficientes de crédito al sector público y restringiera el crédito al sector privado, evitando así una expansión excesiva del circulante que se tradujera en presiones inflacionarias. Rigiéndose así el comportamiento de la tasa de interés por la inflación en un marco de restricción crediticia.

⇒ Se fijó una paridad cambiaria previo ajuste del dólar libre (36%) y del controlado (22%), considerándose necesario para profundizar en las medidas de liberalización del comercio exterior con el objetivo de aumentar el efecto disciplinario que, desde el punto de vista oficial, la competencia externa ejercía sobre la política de precios de las empresas mexicanas, aunado a ello se buscaba aminorar los controles administrativos sobre los precios, incrementar la eficacia del tipo de cambio como instrumento de regulación de precios internos y consolidar el proceso de cambio estructural, todo ello como un medio para propiciar la generalización de la eficiencia productiva al interior del país. Así el tipo de cambio se mantuvo fijo con el objeto de lograr una reducción rápida en su crecimiento, convirtiéndolo en el principal soporte de la estrategia estabilizadora.

⇒ Por último, el punto fundamental e innovador que formaba la base de esta estrategia, era la concertación social de los incrementos de precios clave como medio para homogeneizar la expectativa inflacionaria de los principales grupos sociales. En este sentido se acordó, previo incremento generalizado, congelar salarios, los precios privados y los precios y tarifas del sector público durante todo el resto del primer bimestre para posteriormente indexarlos de acuerdo a la inflación.

Así, el PSE contenía elementos de tipo ortodoxos y heterodoxos y de cambio estructural. El elemento estratégico de la contención inflacionaria era el sanciamiento financiero del sector público, para ello el gobierno se comprometía a lograr un superávit primario del 8.3% del PIB. Para cumplir tal propósito era necesario realizar una reforma tributaria, corregir los precios y tarifas públicos para, posteriormente indexarlos de acuerdo al comportamiento de la inflación y, por último ejercer una política fiscal contractiva y profundizar en la privatización de empresas gubernamentales, para ayudar al superávit primario.

La evolución que la economía observó durante 1988 fue muy positiva, palpándose la efectividad de la estrategia estabilizadora en términos de sus objetivos principales que era reducir preponderantemente la inflación, evitando en la medida de lo posible, el estancamiento de la actividad productiva.

Así, con respecto al comportamiento de los precios, la inflación se logró disminuir de un 159.2% en 1987 a un 51.7%, lo cual se alcanzaron sin un efecto recesivo significativo; observándose por el contrario, un crecimiento del 1.2% del PIB (ver cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACION 1987-1988**

AÑO	PIB %	INFLACION %
1987	1.9	159.17
1988	1.2	51.66

FUENTE: Informe anual del Banco de México, 1987-1988.

En cuanto a las finanzas públicas, éstas se vieron afectadas por las condiciones externas, debido principalmente a la restricción del financiamiento externo, como por la nueva caída de los precios internacionales del petróleo y por el aumento de las tasas internacionales de interés, que elevaron el pago de intereses de la deuda externa.

No obstante a lo anterior, el balance primario del sector público registró un comportamiento favorable alcanzando un superávit equivalente al 7.4% del PIB. Ello se explica principalmente por la disminución de la participación del gasto total en el PIB, siendo éste del orden del 31.2% en 1987 a un 26.1% en 1988, tanto en los renglones del gasto corriente (que disminuyó de un 28.0% del PIB a un 24.9), como en los del gasto de capital (3.2% del PIB aun 1.9%), y por la evolución favorable de los ingresos tributarios no petroleros del Gobierno Federal, (incrementándose su participación en el PIB de 10.7% a 11.9% entre 1987 y 1988), principalmente del ISR (de 4.0% del PIB a un 4.9% en el mismo período) y del IVA (que aumentó del 3.2% a 3.5%). Este comportamiento permitió lograr compensar en forma importante las pérdidas derivadas de la baja en los precios del petróleo y de la desgravación de las importaciones, como puede apreciarse en el cuadro 2.

**Cuadro 2**  
**INDICADORES DEL SECTOR PÚBLICO**  
**(Proporción respecto al PIB)**

Concepto	1986	1987	1988
Déf. Económico	14.8	15.0	10.7
Déf. Financiero	15.9	16.0	12.3
Sup. Primario	1.6	4.7	7.4
Gasto Total	28.9	31.2	26.1
Gasto Corriente	25.2	28.0	24.9
Intereses Tot.	13.5	17.5	18.8
Internos	10.9	14.5	15.6
Externos	2.6	3.1	2.4
Gasto de Capital	3.5	3.2	1.9
Ingresos Tributarios	11.2	10.7	11.9
Sobre la Renta	4.2	4.0	4.9
Valor Agregado	3.1	3.2	3.5

FUENTE: Elaborado con datos de MACRO ASESORÍA ECONÓMICA, S.C. Realidad Económica de México 1992. Información Estadística, México, 1992.

En relación al comportamiento de los indicadores externos, estos también se vieron impactados por las condiciones externas ya mencionadas, adicionando a ello un deterioro de los términos de intercambio, fundamentalmente originado por la nueva caída del precio del petróleo crudo de exportación y por el incremento de los precios internacionales de granos básicos y otras mercancías; así como de otros factores de origen interno que determinaron un alza significativa en las importaciones del sector privado, como la reducción de las tasas arancelarias, la disminución del tipo de cambio real, la necesidad de modernización de algunas empresas, la apertura comercial, etc.

Así, tanto el incremento en las importaciones privadas, como la reducción en el valor de las exportaciones petroleras, fueron las causas que explicaron la mayor parte de la reducción del superávit comercial observado en este período, el cual pasó de 8,433 mdd en 1987 a 1,667 mdd en 1988.

Como consecuencia de lo anterior, la cuenta corriente pasó de un superávit de 3,966 mdd en 1987 a un déficit de 2,443 mdd en 1988; mientras que, las cuentas de capitales y de errores y omisiones registraron saldos deficitarios del orden de 1,448 mdd y de 2,842 mdd respectivamente, generando que la reserva bruta registrara una variación negativa de 7,127 mdd (ver cuadro 3).

**Cuadro 3**  
**INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR**  
(Miles de millones de dólares)

AÑO	Cuenta Corriente	Balanza Comercial	Deuda Int. Pública	Cuenta de Capital	Errores y Omisiones	Var. De la Res.Bruta
1986	-1 673	4 599	1 462	1 837	0 439	0 985
1987	3 966	8 433	1 888	-0 576	2 710	6 924
1988	-2 433	1 667	2 507	-1 448	-2 842	-7 127

FUENTE: Elaborado con datos de MACRO ASESORÍA ECONÓMICA, S.C. Realidad Económica de México 1992. Información Estadística, México, 1992.

### **II.1.2. Pacto de Estabilidad para el Crecimiento Económico**

Continuando con los lineamientos contemplados en el PSE, en enero de 1989 la política de concertación inició una nueva fase con la firma del “Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico” (PECE), el cual constituyó, durante la gestión de Carlos Salinas de Gortari, una herramienta central para la conducción económica del país. Su propósito total fue el combate a la inflación, el peor enemigo que enfrentaba la economía mexicana al inicio de ese sexenio, y los resultados que se lograron en la paulatina estabilización de los precios fueron extraordinarios. Al término del primer trienio se había logrado desacelerar la inflación a tal grado que el movimiento acumulado en el índice nacional de precios al consumidor fue de 18.8% en 1991, que constituyó la tasa más baja en los últimos 17 años y casi la octava parte de la inflación registrada en 1987.

Al éxito del Pacto, contribuyeron por una parte, medidas ortodoxas de estabilización: el ajuste de las finanzas públicas, una política monetaria restrictiva y la contención salarial. El cambio tan radical que registraron las finanzas públicas fue especialmente favorable y necesario para la efectiva estabilización de la economía. La disciplina que observó el gobierno en el ejercicio del gasto público, aunada a los esfuerzos realizados en materia de ingresos, permitieron abatir el déficit financiero que en 1987 llegó a representar 16% del PIB y transformarlo en un superávit de 1.8% en 1991.

Con el objeto de impulsar la recuperación gradual y estabilizar la economía y tratando de evitar ajustes violentos en el tipo de cambio, se introdujo, a partir de 1989, una modificación en el sistema de tipo de cambio fijo hasta entonces establecido, reemplazándolo por uno consistente en el deslizamiento cambiario; con esta medida se buscaba reducir la incertidumbre sobre su trayectoria y, por esta vía, apoyar la estabilidad del mercado de divisas. En este contexto, a partir de ese año, el tipo de cambio se ajustaría a razón de un peso diario en promedio, razón que disminuiría a 80 centavos a partir de mayo de 1990, a 40 centavos en noviembre 1991 y a 20 centavos diarios en noviembre de 1992;

con ello se logró eliminar el margen existente entre los tipos de cambio libre y controlado, derogándose a partir de 1992 el control de cambios.

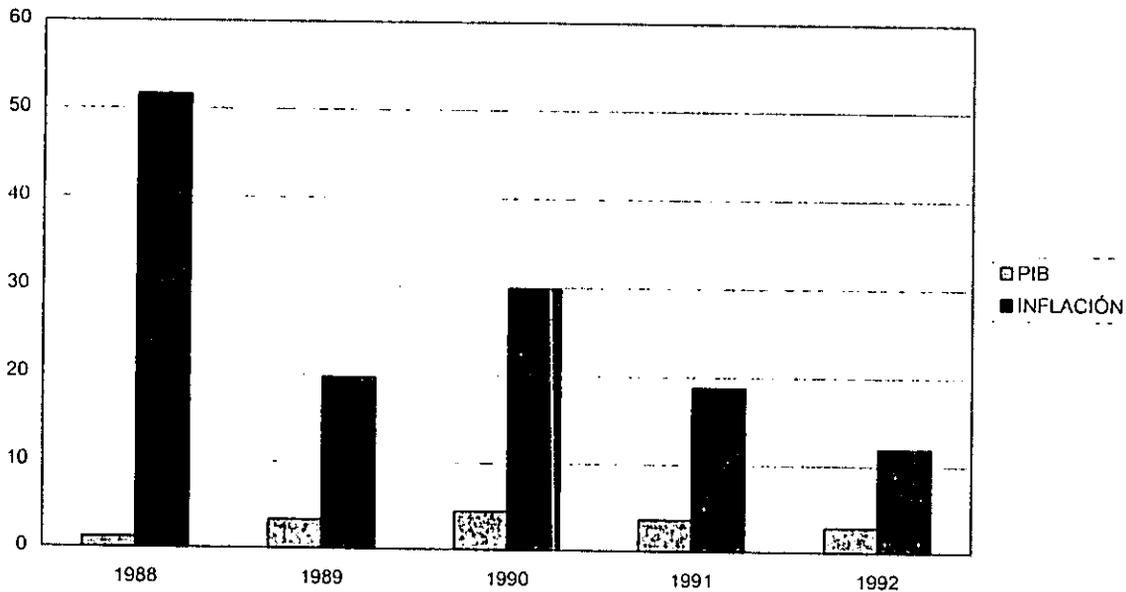
Adicionalmente, con la revisión del PECE del 20 de octubre de 1992 y con el propósito de evitar presiones especulativas sobre la demanda de divisas y las tasas de interés, así como para favorecer el incremento de la competitividad de los bienes y servicios comercializables internacionalmente, se amplió la banda de flotación del peso respecto al dólar a un máximo de 40 centavos diarios; conjuntamente, en marzo de 1992, el Banco de México permitió la ampliación del diferencial máximo entre las cotizaciones de compra y venta del peso frente al dólar estadounidense en los bancos, tratando de propiciar con esta medida, que los costos se reflejaran de manera efectiva en las transacciones y lograr, a la vez, un funcionamiento más eficiente del mercado cambiario, fortalecer la estabilidad del mercado de divisas y eliminar costos excesivos a los usuarios de capital del exterior.

Finalmente, por lo que se refiere al cambio estructural, las medidas aplicadas giraron en torno a cuatro grandes áreas: la apertura externa, la desregulación económica, la liberalización de los mercados y la desincorporación de empresas públicas.

Con respecto al proceso de apertura comercial se continuó avanzando, modificándose la estructura de los aranceles a la importación, asimismo, se modificaron las leyes de inversión extranjera con el fin de atraer un mayor monto de recursos y se dio inicio a la apertura del sector automotriz que, hasta 1988, había sido uno de los más protegidos en la economía; por último, a partir de 1990 se iniciaron conversaciones para la firma de un tratado trilateral de libre comercio (TLC) entre México, Estados Unidos y Canadá, culminándose la negociación a nivel ejecutivo de los diversos gobiernos en 1992.

La evolución de la economía a partir de 1989 estuvo fundamentalmente determinada por las medidas aplicadas en el marco del programa de estabilización. Continuando con la tendencia observada en 1988, entre 1989 y 1992 la inflación se redujo de un 19.7% a un 11.9%.

**GRAFICA 1**  
**PRODUCTO INTERNO BRUTO E INFLACION**  
**1988-1992**



**Fuente:** Informe de Banco de México, varios años.

Respecto a la actividad económica, del producto se mostraron muy favorables, reflejándose en un crecimiento promedio anual del PIB del 3.5%, aunque este último mostró una leve disminución en su dinamismo entre 1991 y 1992 al pasar de una tasa de crecimiento anual del 3.6% a una de 2.6% (ver gráfica).

Con relación a la evolución de las finanzas públicas, durante 1992, por cuarto año consecutivo, el sector público obtuvo un balance operacional superavitario equivalente a un 3.6% del PIB, contra un 3.3% en 1991 (ver cuadro 4). Este comportamiento se explicó en parte por el incremento de los ingresos gubernamentales derivado de las ventas de empresas públicas y en parte por el aumento registrado en los ingresos no tributarios.

**Cuadro 4**  
**INDICADORES ECONOMICOS DEL SECTOR PUBLICO**  
**(Porcentajes del PIB)**

CONCEPTO	1989	1990	1991	1992
Déficit Económico	4.9	2.3	0.3	-1.6
Intereses Pagados	13.2	10.2	5.6	4.0
Superávit Econ. Primar.	8.3	8.0	5.3	5.7
Déficit Operacional	-2.0	-2.3	-3.3	-3.6

FUENTE: Informe Anual del Banco de México, varios años.

Por lo que toca al gasto del sector público, éste no sólo observó una favorable tendencia a la baja, principalmente explicada por la reducción registrada en el rubro de transferencias públicas al exterior por concepto de deuda externa, sino además una importante modificación en su estructura porcentual derivada del proceso de cambio estructural del sector público implementado durante el período. Como puede apreciarse en cuadro 5, el gasto total del sector público pasó de un 31.3 como porcentaje del PIB en 1988, a 17.0% en 1992.

**Cuadro 5**  
**GASTO TOTAL NETO EJERCIDO POR EL GOBIERNO FEDERAL**  
**1988-1992**

Concepto	1988	1989	1990	1991	1992
<i>Porcentajes del total</i>					
Gasto total	100	100	100	100	100
Gasto corriente	95.5	76.6	71.2	66.6	65.3
Gasto de capital	7.2	9.6	11.7	13.2	13.0
<i>Porcentajes del PIB</i>					
Gasto total	31.3	24.5	21.1	17.4	17.0
Gasto corriente	28.0	18.6	15.0	11.6	11.1
Gasto de capital	3.2	2.3	2.5	2.3	2.2

Fuente: Ingreso del Gasto Público en México. INGEFI. De. 1995

En efecto, la reasignación de las erogaciones públicas respondió al objetivo de fortalecer la oferta de bienes y servicios prioritarios, concentrándose en los ámbitos de desarrollo social, principalmente canalizados a través del Programa Nacional de Solidaridad, en desarrollo rural y seguridad social, como puede apreciarse en el cuadro 6. Por el contrario, el gasto de capital registró una contracción debido, a que la iniciativa privada empezó a participar más activamente en este rubro (disminuyendo su participación en el total de un 3-2% a sólo un 2.2% entre 1988 y 1992).

**Cuadro 6**  
**Egresos del Sector Público 1988-1989**  
**(%)**

CONCEPTO	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Egresos totales</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>Administración</b>	7.62	8.58	4.6	5.15	4.62
<b>Desarrollo rural</b>	5.39	6.21	5.1	3.43	4.51
<b>Desarrollo social</b>	28.54	31.38	38.3	43.74	46.72
<b>Energéticos</b>	27.25	25.83	ND	28.42	27.38
<b>Industrial</b>	12.85	9.05	8.0	4.28	2.72
<b>Otros</b>	18.35	18.95	44.0	14.98	14.05

**Fuente:** Informe de Banco de México, varios años

En este contexto, el resultado económico del sector público, excluyendo los ingresos extraordinarios por venta de empresas gubernamentales, alcanzó un saldo superavitario durante todos los años del período, aunque se redujo, como proporción del PIB, de un 8.3% en 1989 a un 5.7% en 1992.

Finalmente, respecto a la deuda pública neta, como resultado de las importantes negociaciones efectuadas por el gobierno con el FMI y con otros organismos financieros internacionales, la deuda externa disminuyó su crecimiento notablemente, reflejándose en

una significativa contracción de la deuda económica amplia (que se redujo de 81 153 mdd a sólo 66 621 mdd entre 1989 y 1992) y de la deuda consolidada del Banco de México (de 79 272 mdd a 53 750 mdd); la deuda interna, sin embargo, principalmente debido al continuo incremento de las tasas internas de interés, aumentó de 200 824 mdnp a 206 506 mdnp (ver cuadro 7).

**Cuadro 7**

**DEUDA PÚBLICA  
1988-1992**

AÑO/CONCEPTO	DEUDA EXTERNA ECON. AMPLIA	DEUDA EXTERNA CONSOLIDADA CON BANCOMEX	DEUDA EXTERNA ECON. AMPLIA (MDNP)
1988	82.701	78.158	66.470
1989	81.153	79.272	98.864
1990	73.786	72.423	127.439
1991	67.924	58.897	129.695
1992	66.621	53.750	88.307

Fuente: Informe de Banco de México, varios años.

Finalmente, por lo que toca a la evolución del sector externo, éste estuvo determinada por la cuantiosa entrada de capitales del exterior derivada de la prevaencia de altas tasas internas de interés y por la disminución del endeudamiento interno, entradas que permitieron incrementar la variación positiva de las reservas internacionales del país de 271 mdd en 1989 a 7 822 mdd en 1991 y a 1 161 mdd en 1992. En este contexto, la cuenta de capital presentó una entrada neta total que aumentó de los 3 037 mdd a 21 134 y 25 955 mdd en los años mencionados. La entrada de origen privado fue la más dinámica, especialmente la inversión de cartera (que se incrementó de 494 mdd a 13 553 mdd entre 1989 y 1992 contra 5 366 mdd de inversión directa en este último año), seguida por la inversión directa en este último año y por la repatriación de capitales (ver cuadro 8).

Cuadro 8

**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de dólares)

CONCEPTO	1989	1990	1991	1992
Cuenta corriente	-3 960	-5 254	-13 789	-22 809
Exportaciones	22 765	26 773	42 688	46 196
Importaciones	23 410	29 799	49 976	62 129
Cuenta de capital	3 037	8 849	24 134	25 955
Pasivos	4 208	16 615	25 134	22 289
Endeudamiento	677	11 987	10 501	3 370
Inv. Extranjera	3 530	4 628	14 632	18 919
Directa	3 037	2 634	4 762	5 366
De Cartera	493	1 995	9 870	13 553
Errores y emisiones	1 319	-363	-2 208	1 973
Var. de la reserva bruta	271	3 414	7 822	1 161

Fuente: Informe Anual del Banco de México, varios años.

No obstante lo anterior, la mayor disponibilidad de recursos que ello propició, provocó que el nivel de importaciones aumentara aceleradamente, reflejándose en el surgimiento de un creciente déficit comercial y de cuenta corriente, los cuales pasarían de los 645 mdd en 1989 y 3 960 mdd a los 15 933 mdd y 22 809 mdd entre 1989 y 1992 respectivamente. En este sentido, mientras que las exportaciones totales crecieron a un ritmo del 26.7% promedio anual, las importaciones registraron incrementos más dinámicos que arrojaron un crecimiento promedio del 38.5%; destacando, en particular, las importaciones de bienes de capital y de bienes de consumo que alcanzaron tasas anuales de crecimiento superiores al 100% durante el período (ver cuadro).

## *II.2. Renegociación de la deuda externa, 1989-1990*

Desde el anuncio de la suspensión de pagos por concepto del servicio de la deuda externa en 1982, el gobierno mexicano debió realizar varias rondas de negociaciones con la banca comercial - precedidas de acuerdos con el FMI y los gobiernos de los países acreedores - para reestructurar los plazos de vencimiento del principal y obtener recursos frescos. Sin embargo, los ejercicios de reestructuración efectuados durante el lapso 1982-1986 no resolvieron el problema de las transferencias netas de recursos al exterior. Los esfuerzos gubernamentales se centraron en aplazar los pagos del capital y obtener nuevos créditos, los cuales sirvieron para pagar parte del servicio de la deuda y en menor medida para fortalecer las reservas internacionales de divisas.

A finales de 1988, el gobierno de Carlos Salinas decidió iniciar una nueva negociación de la deuda externa, con el objetivo de poner fin al carácter de exportador de capitales que había asumido México y que lo había llevado al estancamiento económico. Entre los aspectos principales de la propuesta mexicana destacaba la reducción del saldo de la deuda, la disminución de la transferencia neta de recursos al exterior y la obtención de financiamiento que fortaleciera la recuperación económica del país.

La renegociación de los términos en los que debía ser pagada la deuda externa de México fue un objetivo prioritario del gobierno salinista. Desde finales de 1988 y principios de 1989 se iniciaron las negociaciones entre las autoridades mexicanas y los acreedores externos para disminuir las transferencias de recursos hacia el exterior, de un promedio de 6.3% del PIB que alcanzaron entre 1983 y 1988, a menos de 2% para 1994.

La reestructuración de la deuda mexicana se realizó en dos etapas; en la primera se negoció con los organismos financieros internacionales y los gobiernos de países acreedores. En esta etapa destacó el convenio logrado con el FMI, el 11 de abril de 1989, que reconoció explícitamente las políticas de cambio estructural efectuadas por México. Otro aspecto que revolucionó las prácticas tradicionales fue que en el acuerdo se fijó una meta de crecimiento

del PIB en el mediano plazo, de la que se derivarían los recursos financieros necesarios. Asimismo, se reconoció la necesidad de pactar un financiamiento multianual que asegurara los recursos necesarios para el crecimiento del país en un periodo largo y que evitara la incertidumbre y el desgaste provocados por las negociaciones limitadas a un año que se habían hecho hasta entonces. Finalmente, se acordó que una parte del financiamiento proporcionado por el FMI a México se utilizaría para la conformación de garantías requeridas para las operaciones de reducción de deuda con la banca comercial. En esta etapa también se lograron importantes convenios con el Banco Mundial y con el Club de París, organismo que representaba a los gobiernos de 16 países industrializados.

### Cuadro 9

SALDO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL 1982-1992  
(millones de dólares)

AÑO	SALDO TOTAL	DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO		DEUDA DEL SECTOR PRIVADO		BANCO DE MÉXICO	
		TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	BANCARIA		
1982	86,179	58,874	9,326	49,549	19,107	7,958	240
1983	93,000	62,556	9,778	52,779	18,919	10,231	1,204
1984	95,264	69,378	384	68,994	17,270	6,183	2,433
1985	96,566	72,080	454	71,626	16,719	4,824	2,943
1986	100,991	75,351	1,394	73,957	16,061	5,551	4,028
1987	107,470	81,407	561	80,846	15,107	5,837	5,119
1988	100,914	81,003	780	80,223	7,028	8,097	4,896
1989	95,114	76,059	625	75,435	4,969	8,960	5,126
1990	98,172	77,770	1,156	76,614	6,135	7,759	6,508
1991	103,653	79,988	1,727	78,261	8,692	8,214	6,759
1992	198,915	75,755	3,466	72,289	11,159	6,044	5,957

Fuente: Gurriá Treviño, José Angel; *La política de la deuda externa*. Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1993.

Una vez concluida la primera etapa de la negociación y obtenido el consenso y apoyo de la comunidad internacional, el 19 de abril de 1989, México inició las negociaciones con la banca comercial internacional, principal acreedor del sector público. Después de un arduo proceso, el 23 de julio se firmó un acuerdo en principio con el Comité Asesor de la banca comercial internacional (que representaba a cerca de 500 instituciones), mediante el cual se reestructuraron cerca de 48 500 millones de dólares. Como punto central del acuerdo,

México propuso un menú de tres opciones para reducir los pagos de su deuda, en el que cada banco acreedor tendría que escoger una o bien la combinación que más le conviniera: reducción de 35% del principal; reducción de la tasa de interés a una tasa anual fija de 6.25%, o aportación de recursos frescos. En cualquier caso, los bancos tuvieron que aceptar la necesidad de involucrar mecanismos de reducción de deuda en los procesos de reestructuración.

Otra importante acuerdo fue que, para pagar las amortizaciones de su deuda, México adquiriría bonos cupón cero del Tesoro norteamericano y de otros países, que al reinvertirse durante 30 años crecerían hasta convertirse en la totalidad de dicho pago. Los negociadores mexicanos lograron rechazar la pretensión de los bancos acreedores de utilizar el mecanismo de intercambio de deuda por inversión --mejor conocido como *swaps*-- de manera generalizada. En cambio, se convino en emplearlo con un esquema limitado y controlado --3 500 millones de dólares en tres años y medio-- que evitara los efectos adversos sobre la inflación que este tipo de transacciones habían causado en el pasado.

Entre octubre de 1989 y enero de 1990 se negoció la adhesión de cada uno de los bancos acreedores a alguna de las opciones ofrecidas por el gobierno mexicano. Al término de este proceso, el 16 de enero de 1990 la SHCP y el Comité Asesor de los Bancos Acreedores anunciaron en forma conjunta que del total de deuda sujeta a reestructuración, 41% se vería beneficiada con la rebaja de capital, 47% con la disminución de tasa de interés y el 12% restante serviría de base para el otorgamiento de nuevos créditos, distribución que correspondió en buen grado a las expectativas de los negociadores mexicanos.

El 4 de febrero de 1990, sus acreedores bancarios privados formalizaron el convenio firmado en julio de 1989. Sumado a la reestructuración convenida con anterioridad con los organismos financieros internacionales, el acuerdo con los bancos privados permitió anticipar que la "década de la deuda" había llegado a su fin. En el futuro, México podría cumplir de una manera más cómoda sus obligaciones con los acreedores, reducir una deuda excesiva --que alcanzó los 107 000 millones de dólares en 1987-- a un nivel más manejable

equivalente a 80 000 millones de dólares --si se incluía la reducción en la tasa de interés-, y ahorrarse sólo por el pago de intereses 1 700 millones de dólares al año.

En el plano interno, la negociación permitió iniciar un círculo virtuoso al infundir un clima de confianza y certidumbre, lo cual resultaba de gran importancia para el proceso de estabilización. La confianza lograda como resultado de la consistencia y credibilidad en las políticas instrumentadas; como resultado, durante 1989 las tasas de interés se abatieron en 20 puntos, de tal suerte que la deuda interna también comenzó a ser más manejable.

La negociación resultó muy satisfactoria para el gobierno mexicano, no sólo en el sentido estrictamente financiero, sino también en el aspecto moral: después de muchos años en los que México tuvo que reconstruir penosamente su prestigio como país solvente y digno de la confianza de inversionistas, en 1989 se le justipreció como una autoridad en el manejo de la política económica y se avalaron internacionalmente razonamientos en los que los negociadores mexicanos habían venido insistiendo, a la vez que se le reconoció a México una situación excepcional entre los grandes países deudores. México insistió en la necesidad de superar las prácticas tradicionales de simple refinanciamiento del principal para, en cambio, desarrollar esquemas de reducción de deuda como parte fundamental de los procesos de renegociación. Por primera vez en todos estos años se reconoció que, para poder pagar, las economías endeudadas necesitaban crecer primero y que, en virtud de ello, el pago del servicio de la deuda se tenía que subordinar a las necesidades de desarrollo de cada país.

El alivio que significó el arreglo con la banca comercial, permitió el retorno de México a los mercados voluntarios de capital. Como resultado, desde 1989 el país revirtió la transferencia de recursos al exterior y se convirtió en un importante receptor de capital, a través de la emisión de bonos en los mercados financieros internacionales y la captación de inversión extranjera, dando inicio otra etapa de vulnerabilidad exterior, cuyo origen e implicaciones analizaremos en los siguientes capítulos.

### *11.3. El Sistema Financiero Mexicano*

Parte importante de la reforma estructural ha sido modernizar el sistema financiero mediante un conjunto de transformaciones tanto institucionales y regulatorias, como en la estructura jurídica y administrativa de los propios intermediarios.

Al inicio del régimen salinista, el sector financiero mexicano —que comprende, además de la banca, a las casas de bolsa, las aseguradoras, las afianzadoras y las organizaciones auxiliares de crédito, todas bajo la regulación de la SHCP— mostraba fuertes distorsiones, las cuales se trataron de corregir a través de cambios en las leyes bancarias y del mercado de valores, y mediante la desincorporación del sistema bancario, nacionalizado apenas en 1982.

La apertura de la economía al comercio exterior, iniciada en México prácticamente en 1983, empezó a hacer evidente la necesidad de modernizar el sistema financiero; por un lado, el crédito se consideraba indispensable para el buen desempeño de un gran número de empresas y, por otro, en muchas ocasiones las transacciones con otros países se hacían a través de las instituciones financieras. No obstante, los esfuerzos realizados en este sentido hasta antes de 1989 no habían sido lo suficientemente importantes pues el enorme déficit gubernamental había requerido que gran parte del capital de este sector se dedicara a financiar los gastos del Estado. De hecho, el encaje legal, que era el porcentaje de la captación de los bancos que se debía guardar en el Banco Central para asegurar recursos disponibles para el gobierno, había llegado a ser de hasta el 90%. Esta situación había limitado el flujo de dinero hacia los sectores privado y social, lo que se consideraba en sí mismo una fuerte restricción al proceso de modernización de la industria nacional que el país estaba necesitando.

Con el saneamiento de las finanzas públicas, las autoridades empezaron a adoptar una serie de medidas encaminadas a liberalizar el sistema financiero nacional, lo que se consideró de gran relevancia.

### **II.3.1. Desarrollo reciente del Sistema Financiero Mexicano**

En México, la estatización del sistema bancario --promulgada el 1 de diciembre de 1982--, se había realizado en el contexto de una aguda crisis económica; un entorno internacional sumamente adverso para México --caracterizado por una recesión mundial y el desplome del precio internacional del petróleo--, y un grave problema de escasez de recursos para hacer frente a los compromisos de deuda externa que se habían contraído en años anteriores. Todos estos problemas habían generado en el país una ola de desconfianza que se reflejó en una impresionante fuga de capitales que el gobierno trató de detener, precisamente, con la estatización bancaria y el establecimiento de un control generalizado de cambios.

Al paso del tiempo, se hizo evidente que la crisis económica tenía raíces muy profundas, de carácter estructural, ligadas a un modelo de desarrollo proteccionista y de creciente intervención gubernamental, problemas a los que era ajena la estatización bancaria.

En 1983 se inició un largo camino para reorientar el modelo de desarrollo económico del país, fomentando su apertura hacia el exterior y reduciendo el tamaño del aparato gubernamental. Cuando se empezaron a notar en la economía los efectos de la política de liberalización comercial, se volvió más urgente que la banca mexicana alcanzara niveles apropiados de eficiencia, que se reflejaran principalmente en menores tasas de interés y costos de operación que permitieran a los productores ser más competitivos internacionalmente.

Así, el gobierno empezó a adoptar medidas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto, lo que permitió que el país tuvieran mayor acceso a los servicios de intermediación financiera. Lo anterior hizo que la banca mejorara en renglones tales como el número de cuentas manejadas, los créditos concedidos a exportaciones no

petroleras, etc. Sin embargo, las fuertes presiones a las que estuvo sujeto el Estado en esos años a causa de la reducción del precio del petróleo; el oneroso pago del servicio de la deuda externa, y la escasez de créditos externos, lo obligaron a utilizar los recursos de la banca recién estatizada básicamente para el financiamiento del déficit gubernamental. Esta situación impidió que gran parte del crédito bancario se canalizara a atender las demandas del sector privado. Paralelamente, el ambiente inflacionario que se vivió en el país entre 1983 y 1987 distorsionó seriamente la actividad de intermediación financiera pues la orientó hacia las operaciones especulativas y de corto plazo, lo que incidió en la tasa de crecimiento de la inversión productiva privada. Con todo esto, el sistema bancario empezó a enfrentar fuertes problemas de capitalización que se reflejaron, principalmente, en un rezago tecnológico y de infraestructura, lo cual representaba un fuerte obstáculo para el comercio internacional, en épocas en las cuales la globalización de todos los procesos económicos se establecía como la nueva regla del juego.

Para superar, en parte, este problema, en 1987 se restituyó el carácter mixto de la banca, pues se permitió a los particulares una participación del 34% en el capital de las instituciones bancarias, mediante una primera emisión de los llamados Certificados de Aportación Patrimonial (CAP's) que representaban acciones de los bancos y se colocaban entre el público a través de las casas de bolsa.

Por otro lado, durante el sexenio 1982-1988 y a raíz de la decisión que el gobierno tomó en 1978 de empezar a financiar parte de su déficit con la emisión de ciertos valores, sobre todo Certificados de la Tesorería (Cetes) que colocaba entre el público, el mercado de dinero registró un acelerado crecimiento. Así, el mercado accionario, que todavía en 1981 tenía una presencia muy modesta en el sistema financiero mexicano —recibía alrededor del 4.4% del ahorro—, en 1989 absorbió 34.9% de la captación —16% excluyendo los Cetes—. De esta manera, el sector bursátil —que era el que manejaba las operaciones de compra-venta de valores—, se convirtió en un poderoso agente financiero que compitió con la banca por la confianza de los inversionistas. Aunque la extraordinaria rapidez con la que se expandió este sector tuvo importantes efectos positivos al ofrecer alternativas de ahorro y

financiamiento, también generó efectos negativos, pues surgieron conductas especulativas por el desconocimiento del público de como comportarse ante los altibajos naturales de los precios de los valores. Además, la inexperiencia dio pie a que en muchas instancias se abusara de los ahorradores, en vista de que las disposiciones legales que existían para regular este mercado eran escasas, poco flexibles e insuficientes. Estas tendencias se acentuaron radicalmente en 1987, año en el cual se registró una estrepitosa caída de la Bolsa Mexicana de Valores.

La necesidad de disminuir los altos niveles de inflación, para lo cual se requería de ingresos seguros para el sector gubernamental, pospuso la adopción de las medidas tendientes a dar mayor libertad a los bancos para otorgar créditos. Además, como las expectativas de inflación no disminuían --a principios de 1988 existía entre el público una enorme desconfianza sobre el éxito del programa de estabilización implementado a fines de 1987 con el nombre de Pacto de Solidaridad Económica--, las tasas de interés que los bancos debían pagar a los ahorradores permanecieron todavía muy altas y bajo el control de las autoridades.

### **II.3.2. Primeras medidas de liberalización financiera de la administración salinista**

La administración pasada observó la necesidad de modernizar el sistema financiero por diversas razones: para elevar el ahorro y estimular su permanencia en la economía nacional; para hacer mas competitivos los productos mexicanos en el exterior; y para que México se integrara completamente a la nueva dinámica mundial de globalización, señaló también, en diversas ocasiones, que el sistema financiero debía fortalecerse para realizar las inversiones que crearan empleos y para evitar, mediante una mejor legislación y un reforzamiento de las instituciones financieras de vigilancia y control, los movimientos especulativos. Por otra parte, se puso énfasis en la disciplina que se establecería para castigar abusos en el mercado de valores. También reconoció que para lograr la modernización del sistema financiero era

imprescindible que el gobierno dejara de representar una carga tan pesada para las instituciones bancarias.

Así, desde el principio del régimen salinista se comenzaron a tomar medidas para transformar de raíz el sistema financiero nacional. En primer lugar, se buscó crear un marco regulatorio adecuado para que los bancos recuperaran su competitividad en el sistema; en este sentido, se les permitió emitir tantas aceptaciones bancarias (CAP's) como necesitaran para capitalizarse, y se estipuló que los fondos obtenidos mediante la venta de estas aceptaciones podrían ser utilizados por los directivos de las instituciones para mejorar la infraestructura bancaria, ya que las autoridades no considerarían estos recursos cuando los banqueros tuvieran que cumplir con el requisito de encaje legal. Por otro lado, se les permitió a las instituciones bancarias participar en las subastas de CETES.

Este nuevo escenario dio lugar a que, en abril de 1989, se eliminaron los cajones selectivos de crédito—. Además, puesto que gracias al saneamiento de las finanzas públicas el financiamiento del déficit gubernamental a través del encaje legal era cada vez menos necesario, las autoridades sustituyeron este instrumento por uno denominado "coeficiente de liquidez" que establecía que un 30% del total de la captación de los bancos estaría invertido en valores gubernamentales como CETES o BONEDES (este instrumento fue emitido por primera vez el 15 de octubre de 1987), lo que incrementó el rendimiento de la tarea de intermediación pues eliminó la necesidad de que los bancos depositaran en el Banco de México el 90% de su captación que se establecía anteriormente (lo cual, lógicamente, les hacía perder muchos ingresos que trataban de compensar cobrando por los créditos que otorgaban unas tasas de interés muy altas).

Posteriormente una vez que las autoridades monetarias consideraron que no era necesario regular la cantidad de liquidez de las instituciones bancarias, en septiembre de 1991 se anunció la desaparición del coeficiente de liquidez, lo que se consideró otro paso adelante en el proceso de liberalización financiera.

También durante el primer año de gobierno del Presidente Salinas, se les dio a las compañías de factoraje la libertad de emitir papel comercial para su capitalización --con el requisito de que también cumplieran con la obligación del 30% de coeficiente de liquidez que entonces se imponía a los bancos-. En este año, el gobierno introdujo además dos nuevos instrumentos para captar ahorro privado y financiar así su déficit: los Tesobonos -indizados al tipo de cambio libre- y los Ajustabonos --denominados en moneda nacional y con maduración de tres años-, lo cual le permitió flexibilizar su forma de financiamiento y le dio, al Banco de México, mas instrumentos para controlar la liquidez del sistema. Adicionalmente, en este año el gobierno autorizó al sector privado --a través de la Comisión Nacional de Valores-- la emisión de nuevos instrumentos de largo plazo para capitalizarse.

Por otra parte, también durante 1989 se crearon varios nuevos instrumentos de ahorro e inversión que mejoraron los niveles de captación de los bancos y aumentaron su competitividad frente a los demás intermediarios financieros. Opciones como la cuenta productiva ---que brindaba intereses sobre saldos mantenidos en cuenta de cheques---, o los bonos bancarios utilizados para el financiamiento de proyectos de largo plazo ---por ejemplo la carretera México---Acapulco---, contribuyeron al repunte de los niveles de captación registrados en 1989.

### **II. 3.3. Modificaciones legislativas**

Sin embargo, todos estos cambios no se consideraron suficientes para hablar de una verdadera modernización financiera y, se llevaron a cabo seis iniciativas que proponían reformar, adicionar o derogar 45 artículos de seis leyes distintas, todas relativas al sistema financiero: Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito; Ley General de Instituciones de Seguros; Ley General de Instituciones de Finanzas; Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito; Ley del Mercado de Valores y Ley General de Sociedades de Inversión.

En primera instancia, las reformas jurídicas permitieron comenzar un proceso de integración de grupos financieros "globales" los cuales, encabezados por un banco o una casa de bolsa, prestarían servicios de aseguramiento, arrendamiento, factoraje o almacenamiento, todo bajo un mismo techo, lo cual reduciría sustancialmente los costos de operación y dinamizaría en la prestación de los distintos servicios. Asimismo, los cambios legales abrían la posibilidad de que inversionistas extranjeros poseyeran algunas acciones minoritarias de los intermediarios financieros lo que permitiría, en el futuro, que el sistema financiero adoptara tecnología de punta para así prestar un mejor servicio y apoyar, principalmente, a los exportadores a través de una reducción de sus costos financieros.

Pero para que los cambios en el sistema financiero tuvieran los mayores alcances posibles, en la iniciativa de modificaciones a la ley se proponía que las medidas de liberalización del sistema bancario fueran acompañadas por reformas en el marco regulatorio del mercado de valores, de las aseguradoras y de los otros intermediarios. Con las modificaciones jurídicas propuestas en noviembre de 1989, se planteaban los cambios necesarios en la Ley del Mercado de Valores para regular mejor el manejo de la información.

Otra propuesta de modificación en la Ley del Mercado de Valores era la que abría la posibilidad de que las empresas mexicanas colocaran valores en el extranjero, para complementar el financiamiento de los proyectos de infraestructura prioritaria. Adicionalmente, se planteaba la posibilidad de facilitar el acceso de inversionistas y de divisas extranjeras al mercado de valores mexicano, lo que ampliaría las posibilidades de financiamiento de las empresas nacionales que cotizaban en bolsa.

En diciembre de 1989 se aprobaron el paquete financiero con 74 modificaciones a la propuesta entre ellas, la elevación del "techo" para la participación extranjera de 15 a 49% tanto en instituciones de fianzas como en aseguradoras.

A finales de marzo de 1990, el gobierno anunció nuevas medidas a favor de la modernización financiera, autorizándose a la banca realizar cualquier operación

interbancaria en el mercado de dinero por cuenta propia y sin la intervención de las casas de bolsa, como sucedía hasta entonces. Ello implicaba que la banca podría operar valores gubernamentales (Cetes, Bondes, Tesobonos, etc.) en condiciones más competitivas frente a las casas de bolsa.

Hasta ese entonces, dos medidas —junto con otras de relativa importancia— habían sido las más relevantes en el ámbito de la liberalización financiera: Por un lado, la sustitución del encaje legal por el coeficiente de liquidez y la liberación de las tasas de interés bancarias; por el otro, el paquete legislativo de finales de 1989. La tercera medida era reclamada insistentemente por miembros del sector privado: la reprivatización bancaria.

En 1988 todos los bancos comerciales excepto uno, eran propiedad del gobierno. De 1989 a 1994 se privatizaron los 18 bancos existentes. El proceso de desincorporación persiguió conformar un sistema financiero más moderno, sólido y competitivo, con una participación diversificada y plural en el capital de las instituciones.

Posteriormente a los cambios aceptados para restablecer el régimen mixto en la banca mexicana, se sometió a consideración un nuevo paquete financiero que incluía modificaciones a la Ley de Instituciones de Crédito, a la Ley Para Regular las Agrupaciones Financieras y a la Ley del Mercado de Valores. Esta nueva reforma financiera resultaba crucial para la nueva conformación del sistema financiero mexicano luego del anuncio de la reprivatización de los bancos. Después de la privatización bancaria y una vez que se había avanzado en la eliminación de topes y subsidios a las tasas de interés, en la racionalización del crédito dirigido y en la sustitución del encaje legal por el coeficiente de liquidez, con la nueva propuesta legislativa se buscaba evitar la concentración de los créditos en un individuo o empresa; impulsar la democratización del capital en la banca; fortalecer los mecanismos de vigilancia, y promover la globalización e internacionalización del sistema financiero. Esta nueva legislación fue aprobada y publicada en el *Diario Oficial* el 18 de julio de 1990.

En junio de 1991, el Banco de México autorizó a las instituciones financieras del país a manejar cuentas de cheques empresariales en dólares. Los funcionarios del banco central explicaron que esta decisión formaba parte del paquete de medidas desregulatorias que se estaban instrumentando para facilitar las transacciones con el exterior.

#### ***II.4. Modificaciones al marco regulatorio de la inversión extranjera.***

El sector financiero se abre de manera gradual a la participación de instituciones financieras del exterior. En el marco de la regulación nacional y del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, autorizándose 52 intermediarios extranjeros del más alto prestigio mundial, entre los cuales, se encuentran 5 grupos financieros, 18 bancos comerciales, 12 aseguradoras, una arrendadora y 16 casas de bolsa. Posteriormente 27 instituciones financieras extranjeras adicionales, entre las cuales se encuentran 5 grupos financieros, once sociedades financieras de objeto limitado, cinco arrendadoras, cinco empresas de factoraje y una casa de cambio.

En mayo de 1989 el gobierno mexicano anunció la desregulación de la inversión extranjera con el fin de eliminar las barreras innecesarias a la inversión, simplificar los procesos gubernamentales vinculados con esta materia y ampliar la gama de oportunidades abiertas a los inversionistas. La prioridad otorgada a la desregulación en este ámbito obedeció a la convicción de que la inversión extranjera debía tener un papel mucho más activo en la complementación de los recursos nacionales destinados a la inversión, y que tenía una importancia estratégica para el desarrollo pues no sólo introducía capitales frescos, sino que también traía asociada la incursión de nuevas tecnologías, estrategias de mercado novedosas, técnicas de administración más eficientes y nuevos empleos.

Las nuevas reglas incluyeron directrices para la autorización automática hasta del 100% de propiedad extranjera en los sectores que no estaban específicamente limitados por la ley. La desregulación fomentó la inversión extranjera directa en compañías relacionadas

principalmente con el comercio internacional, así como también en la Bolsa Mexicana de Valores.

De esta forma y gracias a las facilidades que contemplaba el Reglamento y las modificaciones a la Ley del Mercado de Valores, los inversionistas extranjeros podrían participar en el capital accionario de empresas mexicanas mediante cinco mecanismos:

1. acciones de libre suscripción
2. las inversiones neutras
3. los Recibos Americanos de Depósito (ADR'S)
4. los bonos de empresas mexicanas, y
5. los fondos de inversión internacionales

Un aspecto importante que contribuyó a la colocación de valores mexicanos entre inversionistas extranjeros, fue la calificación que sobre el riesgo crediticio de México otorgaron agencias internacionales especializadas.<sup>6</sup>

En diciembre de 1990 la agencia Moody's Investors Service otorgó una calificación **Ba2** al gobierno mexicano como deudor. De acuerdo con la nomenclatura de dicha agencia, la calificación situó a México dentro del "grado especulativo". Posteriormente, la agencia Standard & Poor's Rating (S&P), asignó una calificación de **BB+** a la deuda mexicana de largo plazo, colocando al país en la mejor categoría dentro del "grado especulativo". De acuerdo con la nomenclatura de esta agencia, el país quedó a sólo un grado de la categoría considerada como recomendable para invertir "sin ver" (investment grade). En diciembre de 1992, S&P calificó la deuda pública interna denominada en moneda nacional, destacando la calificación los Cetes, que recibieron la calificación más alta que otorga esta agencia para este tipo de deuda<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> En los mercados financieros, los inversionistas internacionales utilizan calificaciones de riesgo de agencias reconocidas para tomar decisiones.

<sup>7</sup> Véase Gurría José Angel (1994).

## CAPITULO III

### INVERSIÓN EXTRANJERA DE CÁRTERA 1989-1995: ANÁLISIS Y ESTRUCTURA

En América Latina, el flujo de capitales foráneos ha observado en la década de los noventa un incremento considerable, una vez que los países regresaron a los mercados internacionales de capitales después de 10 años de ausencia, tras una etapa de crisis económica seguida de una reestructuración de su deuda externa y de una ola de privatizaciones y de cambio estructural, al ya no recurrir a los créditos bancarios como medio de financiamiento, sino buscando intermediarios financieros para acceder los mercados de valores internacionales a través de la colocación de bonos y acciones.

El incremento del flujos de capital a los países en desarrollo o con mercados emergentes se debe principalmente a tres factores fundamentales:

- ⇒ La reestructuración de la deuda externa, aunado a la implementación de reformas económicas estructurales y financieras (apertura comercial y financiera).
- ⇒ Fase del ciclo económico por la que atravesaban los principales países industrializados, caracterizada por el desaceleramiento económico.
- ⇒ La acelerada tendencia de los inversionistas institucionales a la diversificación internacional de su cartera.

En el caso de México, la necesidad de contar con recursos externos para financiar su crecimiento y el desequilibrio externo que se observaba, el flujo de capitales extranjeros constituyó en el sexenio pasado uno de los elementos más importantes de la estrategia económica. La Renegociación de la deuda externa y las medidas de cambio estructural

(liberalización financiera y apertura comercial) que se llevaron a cabo, así como el descenso de las tasas de interés en Estados Unidos, abrió ese mercado de títulos mexicanos. En ello también fueron importantes las desregulaciones de ese país, que permitieron a los inversionistas institucionales (fondos de pensión, fondos mutuos y aseguradoras), incorporar títulos extranjeros en sus carteras.

### *III.1. Inversión extranjera de cartera*

Tradicionalmente los recursos externos han sido una variable fundamental en el crecimiento económico y el desequilibrio macroeconómico del país (déficit público y externo), estos flujos de capital ingresaban a través de deuda contratada con instituciones financieras internacionales y en forma de inversión extranjera directa.

Sin embargo, la incapacidad de la economía de crear las condiciones financieras y productivas que la mantuvieran en forma autónoma, sostenida y menos vulnerable, se manifestó en 1982 en una severa crisis (de la deuda), que limitó durante casi una década el acceso a los mercados internacionales de capital.

Dado lo anterior, la administración salinista profundizó y amplió las medidas de cambio estructural iniciadas en la administración de Miguel de la Madrid.

Una de estas reformas fue la Liberalización del Sistema Financiero Mexicano, observándose que uno de los efectos más importantes de esta medida en relación al patrón de financiamiento, estuvo asociado a un brusco cambio en cuanto a la participación del ahorro externo.

La importancia que la afluencia de capital extranjero empezó a tomar a partir de 1989, se fundamenta entre otros factores, al significativo valor que la reforma económica (enmarcada dentro de la política de cambio estructural), le otorga a la inversión extranjera,

formalizándola con las reformas a Ley sobre Inversión Extranjera, permitiendo así, un importante ingreso de capitales extranjeros, no sólo a capitales orientados a la actividad productiva, sino más aún a la inversión extranjera de cartera que se capta a través del mercado de valores.

La inversión extranjera de cartera que ingresó al país, estuvo atraída por las importantes ganancias que podían obtenerse en el mercado accionario, gracias a las diversas reformas para su internacionalización.

Es así que a partir de 1989, el ahorro externo pasó a tener una participación creciente en el financiamiento de la economía, observándose cifras del orden del 2.6% del PIB en 1989 y para 1994 esta cifra alcanzó el 7.1%, como se aprecia en el cuadro 1.

**Cuadro 1**  
**CUENTA FINANCIERA ACUMULATIVA BRUTA**  
**19802-1995**  
**(Como porcentaje del PIB)**

<b>Año</b>	<b>Inversión bruta</b>	<b>Inversión Fija bruta</b>	<b>Cambio en Inventari o</b>	<b>Financia - miento de la inversión bruta</b>	<b>Ahorro interno</b>	<b>Ahorro Externo</b>	<b>Deprecia - ción</b>
1982	23.0	23.0	0.0	23.0	12.6	0.5	9.8
1983	20.7	17.5	3.2	20.7	12.5	3.9	12.2
1984	19.8	17.9	1.9	19.8	11.1	2.6	11.4
1985	21.2	19.1	2.1	21.2	11.2	1.3	11.2
1986	18.2	19.4	1.2	18.2	4.1	0.4	13.7
1987	19.2	18.4	0.8	19.2	9.2	3.0	13.1
1988	20.4	19.3	1.2	20.4	7.3	1.1	12.0
1989	21.4	18.2	3.2	21.4	8.2	2.6	10.6
1990	21.9	18.6	3.3	21.9	9.6	2.7	9.7
1991	22.4	19.4	2.9	22.4	8.2	4.6	9.5
1992	23.3	20.8	2.5	23.3	16.6	6.7	9.6
1993	23.2	20.0	3.2	23.2	15.2	5.8	2.2
1994	23.5	20.3	3.1	23.5	14.6	7.1	1.8
1995	19.4	16.3	3.1	19.4	19.1	0.3	

**Fuente:** Indicadores Económicos del Banco de México e Informe del Banco de México. Varios años.

Ese aumento del ahorro externo vino a compensar el ahorro interno y a financiar los dramáticos cambios en los saldos comerciales, que pasaron de 405.1 en 1989 a -18 464 millones de dólares en 1994 (ver cuadro 2).

**Cuadro 2**

**SALDO DE COMERCIO EXTERIOR DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO  
(Millones de dólares)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Saldo comercial	405.1	-882	-7 279	-15 934	-13 481	-18 464	7 089
Saldo Público	5 229	6 729	5 985	5 439	4 756	n.d.	n.d
Saldo Privado	-4 824	-7 611	-13 264	-21 373	-18 237		

n.d.: no disponible

**Fuente:** Indicadores Económicos del Banco de México

Desde el punto de vista gubernamental dicho déficit comercial externo es de una naturaleza distinta a los que tradicionalmente se había presentado, puesto que éstos últimos se habían generado por efecto del déficit público, los actuales déficits externos se explicaban ahora por la demanda del sector privado.

De acuerdo a este punto de vista, el rápido crecimiento del déficit comercial “no es reflejo de una economía sobrecalentada, impulsada por el gasto del gobierno y el sobreendeudamiento externo, sino por una acelerada expansión de la inversión privada, financiada por la repatriación de capitales, flujo de inversiones de compañías extranjeras y préstamos voluntarios del exterior al sector privado”.<sup>8</sup> Sin embargo, la afluencia de capitales al país superó la necesidad de financiamiento del déficit comercial, permitiendo acumular reservas por 25 340 millones de dólares para 1993.

En este contexto, la entrada de capital extranjero aparece como un complemento adecuado para la expansión económica del país, puesto que además de permitir financiar las

<sup>8</sup> Aspe A, Pedro (1993), El camino mexicano de la transformación económica. P.47.

importaciones, también contribuyó a la estabilidad cambiaria dado el fortalecimiento de las reservas internacionales.

Al respecto se observa que entre 1989 y 1993, el ingreso anual por inversión extranjera total pasó de 3 527.3 a 33 331.4 millones de dólares, observándose que la estructura de la inversión presentó cambios importantes, puesto que la inversión de cartera empezó a incrementarse de manera abrupta, al representar en 1989 el 10 % del total y para 1993 registró un porcentaje del 85.3%. Sin embargo, en 1994 comenzó a disminuir, al registrar un decremento del 71.2% con respecto a 1993, es decir una suma equivalente a 20 248.4 millones de dólares y para 1995, se registró una cifra negativa de -10 139.1 millones de dólares, debido a la crisis de liquidez que se vivió en diciembre de 1994, misma que se estudiará más adelante (Ver cuadro 3).

**Cuadro 3**

**INVERSIÓN EXTRANJERA 1989-1995**  
(Millones de dólares)

Concepto	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Inver.Extran. Total	3 527.3	4 627.7	12 301.5	22 403.6	33 331.4	19 154.7	-3 174.8
Inver.Extran.Directa	3 176.0	2 633.0	4 761.5	4 392.8	4 900.5	10 972.5	6 964.3
Inver.Extran. Cartera	351.3	1 994.5	7 540.0	18 010.8	28 430.9	8 182.5	-10 139.1

Fuente: Informe de Banco de México, varios años.

Así la inversión extranjera de cartera que ingresó al país fue atraída, por las atractivas ganancias que podían obtenerse, dadas las reformas que se realizaron y al atractivo de un mercado de títulos de la deuda pública estructurado y con cierta experiencia. Ello representaba un factor positivo para la estabilidad del sistema financiero ante la entrada de la inversión extranjera en el mercado accionario, porque el mercado de deuda pública permitía una opción alternativa de inversión dentro del sistema financiero cuando los inversionistas decidían efectuar una toma de utilidades y esperar nuevas oportunidades en el mercado accionario. Dicha opción está basada en la atracción relativa de las tasas de interés medidas en términos reales y dólares, en el contexto de la disminución de las tasas de interés en los Estados Unidos.

No obstante, esta articulación entre el mercado accionario y el mercado de títulos de deuda pública interna implicaba que este último se convirtiera así, en el medio fundamental para estabilizar la presencia de la inversión extranjera de cartera en el país. Lo que al mismo tiempo implicaba que este mercado de deuda pública interna se convertía en el instrumento para garantizar la estabilidad cambiaria, en virtud de que dicha inversión es un componente fundamental para cerrar las cuentas externas.

Sin embargo, la variable fundamental para atraer inversión extranjera hacia títulos gubernamentales, era la tasa de interés real medida en dólares, supuesto en un contexto de “riesgo-país” en un escenario de competencia internacional de capitales. Así los Certificados de la Tesorería a 28 días se convertían en la tasa interés líder en el país, puesto que las restricciones de la tasa doméstica no permiten la formación competitiva de dicha tasa. De tal manera que las tasas que componen este mercado dan base para la formación de las tasas activas de interés, y para el impacto del financiamiento de la actividad económica.

**Cuadro 4**  
**Indicadores económicos**

Tasa interés % CETES (28 días)	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominal (rendimiento)	40.2	26.1	17.0	16.8	10.7	31.0	48.6
Real	29.9	8.4	2.0	4.4	7.4	6.8	2.5
Prima Rate	10.5	10.0	7.2	6.0	6.0	6.2	8.7
Depósito a un mes	8.2	8.3	4.7	3.5	3.3	6.2	5.7
Depósito a un año	7.7	7.8	4.5	3.6	3.3	6.6	8.7
Tipo de cambio	2,6920	2,9594	3,0962	3,1836	3,3296	5.2000	7.6558
Reservas internacion. (mdd)							
Al principio del año	6 588	6 860	10 274	18 096	19 257	25 340	6 456
Incremento anual	271	3 314	7 821	1 161	6 083	-18 884	9 285
Al final del año	6 880	10 274	18 096	19 257	25 340	6 456	15 741

Fuente: Informe de Banco de México, varios años

De lo anterior se desprende que las tasas del mercado abierto juegan un doble papel, por un lado permiten retener la inversión extranjera en el país y la estabilidad cambiaria y por la otra, definen el grado de actividad en el mercado interno.

Tal escenario contribuyó para que los inversionistas extranjeros se convirtieran en los principales tenedores de ese tipo de títulos (CETES, TESOBONOS, BONDES Y AJUSTABONOS), sustituyendo en ese papel al sector privado nacional.

Con la finalidad de corroborar lo expuesto hasta aquí, se describe a continuación la estructura de la inversión extranjera de cartera.

### ***III.2. Inversión Extranjera en el Mercado de Capitales.***

Los mercados bursátiles han adquirido una importancia cada vez mayor en el funcionamiento de las economías mundiales, experimentando cambios muy significativos, en los que sobresalen el proceso de globalización de sus operaciones. Al respecto, los mercados de valores tienen una función cada vez más importante en las economías, tanto desarrolladas como subdesarrolladas.

En el marco internacional a los mercados de valores de las economías en vías de desarrollo se les denomina "mercados emergentes" y desempeñan un papel determinante en la colocación de fondos originarios de las naciones desarrolladas (en especial los llamados "institucionales" que integran recursos provenientes de los ahorros para diversos tipos de pensiones). Para atraerlos se han ofrecido tasas de interés superiores a las de los mercados de los países desarrollados y además algunas empresas grandes con amplias posibilidades de crecimiento ofrecen acciones y obligaciones con elevadas expectativas de rendimiento.

En el marco interno, los mercados de valores desempeñan un papel creciente en la búsqueda de fondos para las grandes empresas de los países emergentes. Las que pueden ingresar a

esos mercados obtienen recursos de más largo plazo y a costos menores que los del sistema bancario interno.<sup>9</sup>

En el caso mexicano, se caracterizó en el sexenio pasado, como uno de los mercados emergentes más activos en relación a inversión extranjera de cartera, ello, debido a que la política económica aplicada fincó su estrategia de estabilidad y promoción al crecimiento con base en el estímulo a los mercados monetarios y financieros, creando las condiciones pertinentes para hacer atractivo el capital hacia títulos de la Bolsa Mexicana de Valores.

Así, el Mercado de Valores Mexicano observó un fuerte impulso, convirtiéndose en una alternativa para el financiamiento de las empresas y un eficiente mecanismo de regulación monetaria. Tal impulso se puede observar al analizar los diferentes indicadores que reflejan el grado de actividad que se lleva a cabo, entre los que destacan:

*Índice de Precios y Cotizaciones (IPC)*. En el caso del mercado accionario, este pasó de 211.53 en 1988, a 2375.66 en 1994, equivalente a un crecimiento real acumulado de 550%, convirtiéndolo en una estupenda opción de inversión durante el periodo de estudio (véase cuadro 5).

**Cuadro 5**  
**Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores 1/**  
**(1978=100)**

<i>Año</i>	<i>IPC</i>	<i>IPC deflactado</i>	<i>IPC dólares</i>	<i>IPC</i>	<i>IPC deflactado</i>	<i>TCA % *</i>
1987	105.67	132.67	46.39	124.32	-13.30	-9.20
1988	211.53	175.17	92.57	100.18	32.03	99.55
1989	418.93	289.64	155.62	98.04	65.35	68.11
1990	628.79	334.45	212.89	50.10	15.47	36.80
1991	1431.44	639.36	465.69	127.65	91.17	118.75
1992	1759.44	703.93	563.36	22.91	10.10	20.97
1993	2602.63	963.17	836.89	47.92	36.83	48.55
1994	2375.66	821.52	480.90	-8.72	-15.02	-42.54
1995	2778.47	636.07	361.58	16.96	-22.55	-24.81

1/Valores registrados al final del periodo.

\*TCA=Tasa de crecimiento anual

Fuente:BMV, anuario bursátil, varios años

<sup>9</sup>Jonathan Heath . Revista de Comercio Exterior. Enero de 1996.

- *El valor de capitalización de mercado*, que mide el valor total de las acciones cotizadas, también es otro indicador a través del cual podemos observar el fuerte impulso que registró el mercado accionario. Este indicador pasó de 8.9% en 1988 a 55.6% en 1993 como porcentaje del PIB. Además del incremento del precio de las acciones, el considerable aumento del valor de capitalización se explica por la colocación de nuevas emisiones en el mercado.
- *Múltiplo precio de mercado/utilidad*, indica el número de veces que es mayor el precio de la acción, en relación con la utilidad analizada que cada una de ellas respalda. Es decir, el monto que se paga a precios de mercado por cada peso de utilidad generada.<sup>10</sup>
- *El múltiplo precio de mercado/valor en libros*, mide la relación entre el precio al que se cotiza una acción en el mercado y su valor contable o intrínseco. Si la relación de este múltiplo es menor que uno, significa que el precio de las acciones en el mercado se encuentra por debajo de su valor en libros. Contrariamente a ello, si el múltiplo es mayor que uno, se dice que el mercado reconoce excelentes perspectivas de la empresa en cuestión, así quien desee adquirir la acción deberá pagar un valor mayor por cada peso contable.

Como puede observarse en el cuadro 6, los indicadores antes definidos, registran un incremento importante, por ejemplo con respecto al múltiplo precio/utilidad, este pasó de 8.88 en 1989 a 18.93, en 1994, es decir una tasa de crecimiento del 16.34%. Con respecto a múltiplo precio/valor en libros, este pasó de 0.91 en 1989 a 2.39 en 1994, y observó una disminución en 1995 de 0.52 puntos, ello debido a la crisis que se vivió en ese año.

---

<sup>10</sup> Véase López G., Teresa S, (1993).

**Cuadro 6**  
**Principales indicadores del mercado accionario 1/**

Año	Valor de Capitalización (% del PIB)	Múltiplo precio/utilidad	Múltiplo precio/valor en libros
1985	3.3	3.65	0.39
1986	6.4	10.92	0.56
1987	10.3	5.92	0.68
1988	8.9	4.82	0.67
1989	14.1	8.88	0.91
1990	17.6	11.89	1.41
1991	36.1	14.49	2.47
1992	42.5	13.45	2.25
1993	55.6	18.80	2.87
1994		18.93	2.39
1995		20.63	1.85

1/ Valor al final del periodo.

Fuente: BMV, Anuario bursátil, varios años.

El impulso que cobró este comportamiento, obedeció a la fuerte afluencia de capital extranjero de cartera.

### III.2.1. Estructura del mercado de capitales

El flujo de fondos hacia títulos mexicanos se basó en la colocación, principalmente en el mercado estadounidense de empresas públicas y privadas.

El avance de la apertura económica y el desarrollo de los consorcios, precisamente para sobrevivir frente a la competencia internacional en territorio nacional, obligó a invertir en la modernización, pero también profundizó la compraventa de activos. En ese momento la coherencia de la política macroeconómica implicó mantener altas tasas de interés en un mercado financiero dominado por los títulos públicos.

En esas circunstancias las empresas salieron a financiarse a los mercados internacionales de capitales, lo cual cobró importancia a partir de 1991, cuando sus inversiones en ADR's alcanzaron los 13,733 millones de dólares, es decir el 74.11 por ciento del total de capital invertido en el mercado de capitales, mientras que en 1989, sólo representó el 49.8 por

ciento de este total. Otros instrumentos en dicho mercado también resultaron atractivos para los inversionistas extranjeros, como son las Acciones de Libre Suscripción, el Fondo Neutro y Fondo México, los cuales para diciembre de 1993, que fue el año de mayor auge bursátil, alcanzaron un total de 19,857 millones de dólares invertidos, frente a 2 024 en 1990, lo que representa un crecimiento promedio anual en dicho período de 114 por ciento. Como puede observarse en el cuadro 7, los ADR's han sido los instrumentos preferidos por los inversionistas extranjeros con un promedio de participación de 64.57 por ciento de diciembre de 1990 a diciembre de 1995 (ver cuadro 13).

En términos generales, se observa que la inversión extranjera en el mercado de capitales presentó un comportamiento muy significativo al pasar de tan sólo 808 a 53 817 millones de dólares de 1989 a 1993. El aumento obedeció a la colocación de empresas privadas en proceso de privatización, como es el caso especial de Teléfonos de México, así como a la de empresas privadas en el mercado estadounidense.

#### Cuadro 7

#### Inversión Extranjera de Cartera en el Mercado de Capitales 1989-1995 (Millones de dólares y porcentajes)

Concepto	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTALES
ADR's	49.80	2,228.77 52.41	13,733.46 74.11	21,153.95 73.84	33,959.55 63.10	21,162.85 60.87	15,223.50 62.85	107,462.08 65.43
Fondo México	13.20	274.76 6.46	488.35 2.64	599.08 2.09	701.20 1.30	1,175.60 3.38	530.19 2.19	3,769.17 2.29
Acciones de libre suscripción	4.30	1,072.74 25.23	2,960.97 15.98	5,096.98 17.79	12,775.38 23.74	8,079.01 23.24	5,846.75 24.14	35,831.83 21.82
Fondo Neutro	32.70	676.04 15.90	1,348.76 7.28	1,798.08 6.28	6,380.61 11.86	4,348.43 12.51	2,620.28 10.82	17,172.20 10.46
TOTAL	100.00	4,252.31 100.00	18,531.54 100.00	28,648.08 100.00	53,816.74 100.00	34,765.90 100.00	24,220.72 100.00	164,235.29 100.00
Tasa de Crecimiento	-	-	335.80	54.59	87.85	-35.40	-30.33	0.42

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

En septiembre de 1994, se empezó a observar una disminución de la afluencia de capitales, ésto, debido principalmente a que las tasas de interés no fueron lo suficientemente atractivas para captar nuevos flujos de capital. Para ello la estabilidad cambiaria fue una condición importante del elevado ingreso de capitales extranjeros al mercado nacional, pues las expectativas de rendimiento preveían una pérdida cambiaria en el corto plazo.

A continuación analizaremos los instrumentos de inversión extranjera en el mercado de capitales, por sector económico y grupos financieros.

### *III.2.1.1. Recibos Americanos de Depósito (ADR's).*

El ADR se constituye como un certificado negociable que se observa y cotiza en el mercado accionario norteamericano y representa un número específico de acciones de una emisora que pertenece mayoritariamente a accionistas no norteamericanos (mexicanos en nuestro caso). La posición que este instrumento ha alcanzado en valores extranjeros, ha podido ampliarse a partir de cambios regulatorios importantes, como es la regulación S y la disposición 44a.<sup>11</sup>

La ventaja que presentan los ADR's a los inversionistas que los poseen, estriba en la posibilidad de invertir en valores mexicanos, pero en dólares en su país a través de un corredor estadounidense, siendo más conveniente y seguro adquirir valores americanos, emitidos por un banco americano y que satisfacen los requisitos de las leyes de valores de su país, proporcionándoles mayor protección en sus derechos de propietario, evitando así, intervención de regulaciones de otros países que en ocasiones pueden obstaculizar las transacciones de valores.

---

<sup>11</sup> El 19 de abril de 1990 la Securities and Exchange Commission aprobó la regulación S y regla 144a. La primera es una clarificación del Acta de Valores de 1933; desde su modificación ha sido posible que emisores extranjeros coloquen acciones entre inversionistas estadounidenses sin la necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio. La regla 144a creó una excepción sobre el registro en Estados Unidos de recompra de ciertas acciones sobre inversionistas. Así los ADR pueden venderse entre inversionistas institucionales.

Con respecto a las emisoras mexicanas que cotizan en el mercado americano, la ventaja que presentan es la posibilidad de ampliar el mercado de sus títulos, proporcionarles dinero fresco y en dólares.

Es así que los ADR's, se han convertido en una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas mexicanas. Ello se comprueba al observar el auge tan significativo que este tipo de títulos registró en tan solo tres años, al pasar de 2 228.8 millones de dólares en 1990, a 21 153.9 millones de dólares en 1992, y para 1993, este valor pasó a representar 33 959.5 millones de dólares, observando un crecimiento con respecto a 1992 del 60.5%, y una concentración dentro del mercado de capitales del 63.1%, siendo el año donde se observó mayor auge bursátil dentro del período de estudio. Sin embargo el crecimiento más espectacular que se registró fue en 1991, al pasar de 2 228 millones de dólares en 1990 a 13 733.5 millones de dólares en 1991, es decir un incremento del 516.1%(ver cuadro 8). Ello obedeció a la colocación de empresas privadas en proceso de privatización, en especial Teléfonos de México. Así como a la de empresas privadas en el mercado estadounidense.

De tal forma que los ADR's, observaron un valor total de 107 462.0 millones de dólares dentro del período de 1990 a 1995, representando el 65.6% del total invertido en el mercado de capitales durante el período de referencia y el año de mayor concentración se ubica en 1994, al representar el 32 por ciento del total invertido durante el periodo mencionado. Para 1995 éste porcentaje disminuyó a 14 por ciento.

Analizando la inversión que los ADR's registraron por sector económico, vemos que la mayor concentración se ubica en el sector comunicaciones y transportes, quien participó con una suma total de 1990 a 1995 de 80 446 .4 millones de dólares, equivalente al 74.9%, del total de la inversión. El resto de la inversión se ubica entre los sectores de la transformación (5.6%), construcción (7.0%), servicios (3.8%) y otros (2.78%), como se muestra en el cuadro siguiente:

### Cuadro 8

#### Inversión Extranjera en ADR's por Sector Económico 1990-1995 (Millones de dólares y porcentajes)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTAL
Extractiva	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Transformación	279.39	662.95	623.39	1,471.18	1,496.37	1,475.14	6,008.42
	12.54	4.83	2.95	4.33	7.07	9.69	5.59
Construcción	141.70	231.87	906.53	3,189.89	1,947.61	1,076.55	7,494.15
	6.36	1.69	4.29	9.39	9.20	7.07	6.97
Comercio	46.15	350.69	1,346.88	2,404.03	1,508.27	000,792.08	6,448.11
	2.07	2.55	6.37	7.08	7.13	5.20	6.00
Comunicación y Transport	1,759.46	12,109.38	16,861.45	23,816.95	14,723.14	11,175.98	80,446.35
	78.94	88.17	79.71	70.13	69.57	73.41	74.86
Servicios	0.00	136.95	1,003.90	2,009.70	710.41	216.93	4,077.89
	0.00	1.00	4.75	5.92	3.36	1.42	3.79
Varios (Holding)	2.07	241.62	411.79	1,067.80	777.06	486.83	2,987.17
	0.09	1.76	1.95	3.14	3.67	3.20	2.78
TOTAL	2,228.77	13,733.46	21,153.95	33,959.55	21,162.85	15,223.50	107,462.09
	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Dentro del sector comunicaciones y transportes, la empresa que más destacó en cuanto a la colocación de títulos en el extranjero, fue Teléfonos de México (Telmex), quién observó de 1990 a 1995 una participación por año superior al 70% de la inversión en estos instrumentos. Dentro de este sector le sigue Televisa con más del 6% (ver cuadro 9).

Con referencia a la Industria de la Transformación, el grupo que más sobresalió fue VITRO, mismo que en 1990 se llevó el 100% de la inversión en este tipo de acciones, equivalente al 12.5% del total invertido en este sector del mercado de capitales en dicho año.

**Cuadro 9**  
**Inversión Extranjera en ADR's 1990-1995**  
**(Estructura porcentual)**

<i>Emisora</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Industria de la transformación	12.5	4.8	2.9	4.3	7.1	9.7
VITRO	12.5	1.5	1.0	0.8	0.9	1.55
Otros	0.0	3.3	1.9	3.5	6.2	3.4
Industria de la construcción	6.4	1.7	4.3	9.4	9.2	3.1
Cemex		0.7	2.3	2.2	1.7	1.5
ICA			1.8	2.0	2.1	1.6
TRIBASA				1.8	2.0	1.8
TTOLMEX	6.4	0.9				
Otros		0.1	0.2	3.3	3.3	2.2
Sector comercio	2.1	2.6	6.4	7.1	7.1	5.2
CIFRA	2.1	2.3	5.9	6.4	6.3	4.3
Otros	0.0	0.3	0.4	0.7	0.8	0.9
Sector comunicaciones y transportes	79.0	88.2	79.7	70.1	69.6	73.4
Telmex	79.0	81.2	75.0	61.1	61.4	63.1
Televisa		6.0	4.5	7.7	6.2	7.5
Otros	0.0	0.9	0.2	1.3	2.0	2.8
Sector servicios	0.0	1.0	4.7	5.9	3.4	1.4
Grupo Financiero Bancomer		0.0	4.2	3.9	1.4	-
Otros		1.0	0.5	2.1	1.9	0.2
Varios	0.1	1.8	1.9	3.1	3.7	3.2
Grupo Carso		1.6	1.8	2.9	2.8	2.8
Otros	0.1	0.1	0.1	0.2	0.9	0.9

FUENTE: Elaborado con datos de BMV, Anuario Bursátil, varios años.

En conclusión los ADR's, fueron los que registraron el mayor grado de concentración de la IEC en el mercado de capitales.

### *III.2.1.2. Acciones de Libre Suscripción*

Las acciones de libre suscripción están clasificadas e identificadas como serie "B", es decir, con derecho corporativo pero sin alcanzar el control de la empresa (representan hasta el 49% del capital social), y negociables en la Bolsa Mexicana de Valores. De acuerdo a esta forma el inversionista extranjero actúa directamente dentro del mercado de valores mexicano, sus operaciones están nominadas en pesos mexicanos.

Este tipo de acciones dentro del mercado de capitales, concentró durante el período de estudio el 21.8% del total invertido. Así mismo presentó un comportamiento muy irregular, al registrar variaciones anuales muy significativas tanto en incrementos como en decrementos, puesto que de 1990 a 1993 observó un crecimiento anual de 128.3%, mientras que de 1993 a 1995, presentó una tasa anual de crecimiento del -32.3%, al pasar de un total de 12 549 millones de dólares a tan sólo 5 847 millones de dólares.

Analizando por sector económico se observa en el cuadro 10, que su participación se distribuyó de la siguiente manera: el 22.8% se ubicó en el sector de la construcción; el 21.3% en el sector servicios; el 19.3% en el sector comercio; el 17.3% en el sector comunicaciones y transportes, el 15.9% en la industria de la transformación y finalmente el 4.1% en sector extractiva y otros.

A diferencia de los ADR's, las acciones de libre suscripción están menos concentradas y se observa una amplia gama de empresas participantes.

Analizando el año de mayor bursatilidad que fue 1993, se observa que las empresas que más destacan por su participación dentro de este tipo de acciones son: Cifra con 13.9%, Telmex con 9.7%, Cemex con 11.8%, Grupo Financiero Banacci con 8.6%, y FEMSA con un 2.0%, como se aprecia en el cuadro 11.

**Cuadro 10**

**Inversión Extranjera en Acciones de Libre Suscripción por Sector Económico  
1990-1995  
(millones de dólares y porcentajes)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTAL
<b>Extractiva</b>	7.06	5.47	9.50	11.81	80.95	358.26	473.05
	0.73	0.18	0.21	0.09	1.02	6.13	1.36
<b>Transformación</b>	159.43	248.43	382.30	2,322.82	1,221.42	1,196.23	5,530.63
	16.39	8.39	8.46	18.18	15.33	20.46	15.88
<b>Construcción</b>	219.46	1,136.06	897.30	2,576.26	1,817.67	1,273.40	7,920.15
	22.56	38.37	19.86	20.17	22.81	21.78	22.75
<b>Comercio</b>	233.49	508.48	914.49	2,540.58	1,572.31	949.07	6,718.43
	24.00	17.17	20.24	19.89	19.73	16.23	19.30
<b>Comunicación y Transporte</b>	240.32	692.93	1,097.07	2,017.92	1,203.20	766.30	6,017.74
	24.71	23.40	24.28	15.80	15.10	13.11	17.28
<b>Servicios</b>	0.00	237.99	1,144.26	3,079.46	1,808.32	1,151.04	7,421.07
	0.00	8.04	25.33	24.10	22.69	19.69	21.31
<b>Varios (Holding)</b>	112.98	131.59	72.74	226.52	266.14	152.46	962.42
	11.61	4.44	1.61	1.77	3.34	2.61	2.76
<b>TOTAL</b>	972.74	2,960.97	4,517.65	12,549.09	7,970.01	5,846.75	34,817.20
	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil, varios años.

**Cuadro 11**  
**Inversión Extranjera en Acciones de Libre Suscripción**  
**1990-1995**  
**(Estructura porcentual)**

<i>Emisora</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Total</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>Industria extractiva</b>	0.7	0.2	0.2	0.1	1.0	6.1
<b>Industria de la Transformación</b>	15.8	8.4	8.5	18.2	15.3	20.5
FEMSA	4.6	3.9	5.5	8.2	4.2	6.0
Maseca	2.1	1.4	0.6	2.0	1.2	-
Otros	9.0	3.1	2.4	8.0	9.9	14.5
<b>Industria de la construcción</b>	19.5	38.4	19.9	20.2	22.8	21.8
Cemex	13.9	29.0	11.0	11.8	13.4	9.3
TTOLMEX	5.2	8.2	6.2	6.8	7.3	4.8
Otros	0.4	1.2	2.7	1.6	2.2	7.7
<b>Sector Comercio</b>	21.7	17.2	20.2	19.9	19.7	16.3
CIFRA	21.6	16.5	17.1	13.9	13.7	7.9
Otros	0.2	0.7	3.1	6.0	6.0	8.4
<b>Sector comunicaciones y transportes</b>	31.7	23.4	24.3	15.8	15.1	13.1
Telmex	31.7	21.7	14.8	9.7	12.3	9.4
Televisa	-	1.5	6.4	5.7	2.3	2.6
Otros	0.0	0.3	3.1	0.4	0.5	1.1
<b>Sector servicios</b>	0.0	8.0	25.3	24.1	22.7	19.7
GF Banacci	-	6.0	6.9	8.6	6.8	7.4
Otros	0.0	2.1	18.4	15.5	15.9	12.3
<b>Varios</b>	10.6	4.4	1.6	1.8	3.3	2.6
SIDEK	0.1	0.7	0.6	1.3	2.8	0.4
Otros	10.5	3.8	1.0	0.5	0.5	2.2

FUENTE: Elaborado con datos de BMV, Anuario Bursátil, varios años.

### *III.2.1.3. Fondo México*

El Fondo México fue constituido en 1981 con el objeto de impulsar el mercado bursátil, mediante la captación de recursos del extranjero y su inversión en títulos cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores. Las acciones del Fondo se cotizan en la Bolsa de Nueva York.

Las acciones del Fondo México registraron una participación de 1990 a 1995 tan sólo de 3,273 millones de dólares, es decir, el 2% dentro del total de la inversión extranjera en el mercado de capitales dentro del periodo de estudio. Su cartera era diversificada y, como se observa en el cuadro 12, donde destacan por su participación la Industria de la Transformación, quien concentró en 1990 el 35.4% del total de la inversión en este tipo de acciones, no obstante que observó variaciones en su concentración, presentando una tendencia a la baja en 1991 y 1992, para posteriormente incrementarse a partir de 1993, registrando un porcentaje en su participación del 20.9% y, para 1995, este registró un porcentaje del 33.4%, y un crecimiento promedio anual del 12.8% durante el periodo mencionado. Finalmente dentro de este sector la empresa que mayor participación presentó fue Kimberly Clark, con una tendencia creciente (excepto en 1992), al pasar de un 6.5% en 1990 a un 10.5% en 1995 (ver cuadro 13).

Los sectores que también destacan por su participación son el de comercio y construcción, acumulando un total de 680 millones de dólares el primero y de 655 13 millones de dólares el segundo, durante el periodo de estudio y una tasa de crecimiento del 9.0 y 30.9% respectivamente. Al respecto, el Sector Comercio presentó su mayor participación en 1993 con un 22.4% del total invertido en ese año y el de la Construcción lo registró en 1994 con un 23.3%. Al respecto los grupos financieros que sobresalieron por su participación en su inversión fueron Cifra y Cemex, como puede observarse en el cuadro

El sector servicios y comunicaciones y transportes, no obstante de que observan un monto acumulado total durante el periodo de estudio de 411.10 y 387.91 millones de dólares respectivamente, su tasa de crecimiento promedio anual fue de 17.7 y 4.4%, es decir el

sector servicios fue más dinámico. En cuanto a las empresas de mayor participación al respecto fueron Grupo financiero Banacci y Telmex.

Respecto a la Industria Extractiva, ésta fue la de menor participación en este tipo de acciones, alcanzando un total acumulado de 66.86 millones de dólares, equivalente al 1.8%, durante el periodo referido.

Dentro de los grupos financieras el que mayor participación registró en este tipo de acciones fue Cifra, presentando una tendencia creciente entre 1990 y 1993,

**Cuadro 12**  
**Inversión Extranjera en Fondo México por Sector Económico**  
**1990-1995**  
**(Millones de pesos y porcentajes)**

Concepto	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTAL
Extractiva	18.89	4.40	0.00	0.00	0.00	43.57	66.86
	6.87	0.94	0.00	0.00	0.00	8.22	1.77
Transformación	97.21	127.45	111.19	146.70	262.54	177.25	922.33
	35.38	27.17	18.56	20.92	22.33	33.43	24.47
Construcción	20.29	52.30	97.98	132.83	273.79	77.95	655.13
	7.39	10.71	16.36	18.94	23.29	14.70	17.38
Comercio	42.17	98.69	114.09	157.37	202.74	64.94	680.00
	15.35	21.04	19.04	22.44	17.25	12.25	18.04
Comunicación y Transport	35.47	52.49	69.48	74.26	112.20	44.00	387.91
	12.91	11.19	11.60	10.59	9.54	8.30	10.29
Servicios	12.96	54.30	95.88	97.94	120.71	29.31	411.10
	4.72	11.58	16.01	13.97	10.27	5.53	10.91
Varios (Holding)	47.77	79.39	110.46	92.10	203.62	93.18	626.52
	17.39	16.93	18.44	13.14	17.32	17.58	16.62
TOTAL	274.76	488.35	599.08	701.20	1,175.60	530.19	3,769.18
	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil, varios años

Cuadro 13

**Inversión Extranjera en Fondo México  
1990-1995  
(Estructura porcentual)**

<i>Emisora</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>Industria extractiva</b>	0.7	0.2	0.2	0.1	1.0	6.1
<b>Industria de la Transformación</b>	15.8	8.4	8.5	18.2	15.3	20.5
FEMSA	4.6	3.9	5.5	8.2	4.2	6.0
Maseca	2.1	1.4	0.6	2.0	1.2	-
Otros	9.0	3.1	2.4	8.0	9.9	14.5
<b>Industria de la construcción</b>	19.5	38.4	19.9	20.2	22.8	21.8
Cemex	13.9	29.0	11.0	11.8	13.4	9.3
TTOLMEX	5.2	8.2	6.2	6.8	7.3	4.8
Otros	0.4	1.2	2.7	1.6	2.2	7.7
<b>Sector Comercio</b>	21.7	17.2	20.2	19.9	19.7	16.3
CIFRA	21.6	16.5	17.1	13.9	13.7	7.9
Otros	0.2	0.7	3.1	6.0	6.0	8.4
<b>Sector comunicaciones y transportes</b>	31.7	23.4	24.3	15.8	15.1	13.1
Telmex	31.7	21.7	14.8	9.7	12.3	9.4
Televisa		1.5	6.4	5.7	2.3	2.6
Otros	0.0	0.3	3.1	0.4	0.5	1.1
<b>Sector servicios</b>	0.0	8.0	25.3	24.1	22.7	19.7
GF Banacci		6.0	6.9	8.6	6.8	7.4
Otros	0.0	2.1	18.4	15.5	15.9	12.3
<b>Varios</b>	10.6	4.4	1.6	1.8	3.3	2.6
SIDEK	0.1	0.7	0.6	1.3	2.8	0.4
Otros	10.5	3.8	1.0	0.5	0.5	2.2

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

### *III.2.1.4. Fondo Neutro*

El Fideicomiso Global de Acciones para la Inversión Extranjera -también conocido como Fideicomiso de Capital Neutro-, fue creado en octubre 1989 con el objetivo de permitir al inversionista extranjero participar en el mercado accionario mexicanos (serie "A").

El fideicomiso es administrado por Nacional Financiera. La participación extranjera se permite mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios (CAP's), en una proporción de uno a uno con respecto a las acciones que los respaldan. Los CPO's confieren a su tenedor derecho sobre una parte proporcional de los activos.<sup>12</sup>

Como puede apreciarse en el cuadro 14, la inversión en el Fondo Neutro presentó una dinámica sobresaliente, dado que en 1993 su monto fue equivalente a 6 380.62 millones de dólares, superior en 5 veces más que el valor registrado en 1990, cuando este tan sólo ascendía a 1 097.92.0 millones de dólares.

En cuanto su comportamiento por sector económico se observó que su participación se concentro mayormente en el sector de la industria de la transformación, alcanzando un total de 1 565.50 millones de dólares en 1993, mientras que en 1990 tan sólo fue de 401.10 millones de dólares, equivalente a una tasa de crecimiento del 57.4% anual en dicho periodo. De igual forma el sector de la construcción observó una dinámica creciente al pasar de 78.2 millones de dólares a 1 421.80, es decir, superior en 18 veces.

Con respecto a 1994 y 1995, su comportamiento observó una tendencia a la baja al pasar de 4 348.43 a 2 620. 28 millones de dólares, equivalente a un decremento del 40%.

Dentro de las empresas que más destacan en este comportamiento esta Kimberly Clarck, Apasco y Cemex (ver cuadro 15).

---

<sup>12</sup> Galeana C. Isidro, Restaruración de los flujos de capital a México 1989-1994. Tesis de Licenciatura.

**Cuadro 14**

**Inversión Extranjera en Fondo Neutro por Sector Económico  
1990-1995  
(Millones de pesos y porcentajes)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTAL
<b>Extractiva</b>	209.08	19.57	30.60	98.32	147.41	0.00	504.98
	19.04	1.45	1.70	1.54	3.39	0.00	2.87
<b>Transformación</b>	401.10	581.53	690.90	1,565.49	951.40	877.05	5,067.47
	36.53	43.12	38.42	24.54	21.88	33.47	28.80
<b>Construcción</b>	78.20	310.09	339.43	1,421.79	748.96	262.84	3,161.31
	7.12	22.99	18.88	22.28	17.22	10.03	17.97
<b>Comercio</b>	259.68	140.74	133.79	151.76	75.00	38.16	799.12
	23.65	10.43	7.44	2.38	1.72	1.46	4.54
<b>Comunicación y Transport</b>	18.27	0.00	105.60	17.68	25.17	41.63	208.35
	1.66	0.00	5.87	0.28	0.58	1.59	1.18
<b>Servicios</b>	0.00	0.11	8.55	874.01	447.91	20.98	1,351.56
	0.00	0.01	0.48	13.70	10.30	0.80	7.68
<b>Varios (Holding)</b>	131.58	296.84	489.20	2,251.57	1,952.59	1,379.62	6,501.41
	11.98	22.01	27.21	35.29	44.90	52.65	36.95
<b>TOTAL</b>	1,097.92	1,348.76	1,798.08	6,380.62	4,348.43	2,620.28	17,594.09
	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

### Cuadro 15

#### Inversión Extranjera en Fondo Neutro 1990-1995 (Estructura porcentual)

Emisora	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Industria extractiva	3.6	1.5	1.7	1.5	3.4	-
Peñoles	2.8	1.5	1.7	1.5	3.4	-
Otros	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Industria de la transformación	51.5	43.1	38.4	24.5	21.9	33.5
Kimberly Clark	31.8	15.8	21.1	15.3	9.7	26.5
Otros	19.7	27.3	17.3	9.2	12.1	7.0
Industria de la construcción	11.6	2.3	18.9	22.3	17.2	10.0
Apaseo	9.8	10.3	11.6	10.1	7.4	-
Cemex	1.8	12.6	5.6	10.1	8.1	8.3
Otros	0.0	0.1	1.7	2.0	1.7	1.7
Sector comercio	13.7	10.4	7.4	2.4	1.7	1.5
CIFRA	9.9	6.3	5.2	2.1	1.7	1.5
Otros	3.8	4.1	2.2	0.3	0.0	-
Sector comunicaciones y transportes	0.0	0.0	5.9	0.3	0.6	1.6
TMM	-	-	5.9	0.3	0.6	1.6
Sector servicios	0.0	0.0	0.5	13.7	10.3	0.8
GF Banacci	0.0	0.0	0.2	7.4	4.1	-
Otros	0.0	0.0	0.3	0.3	6.2	0.8
Varios	19.6	22.0	27.2	35.3	44.9	52.7
Grupo Carso	0.0	6.8	17.3	20.3	21.2	26.5
Otros	19.6	15.3	9.9	15.0	23.7	26.2

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

### ***III.3. Inversión Extranjera en el Mercado de Dinero***

El mercado de dinero<sup>13</sup> es parte fundamental del sistema financiero mexicano, a través de él, los bancos comerciales, las casas de bolsa, la banca de desarrollo, los corporativos financieros, el gobierno federal y el público inversionista realizan grandes cantidades de dinero diariamente. Este mercado al ser un lugar donde se negocian papeles de corto plazo, predominando de una manera importante en prácticamente todas las economías del mundo los valores gubernamentales, constituyen un mercado de bajo riesgo, elevada liquidez y plazos cortos, donde se negocian diversas clases de valores gubernamentales, aceptaciones bancarias, certificados negociables de depósito, papel comercial, etc. Los cuales se intercambian en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) o a través de operaciones interbancarias. Este mercado es de gran importancia, dado que sus indicadores reflejan aspectos tan variados como el costo de capital de muchas corporaciones y empresas financieras y no financieras, las expectativas de tasas futuras, la forma en que se financia el Gobierno Federal, así como la entrada y salida de los flujos de capitales internacionales.

Dentro de los instrumentos que conforman el mercado de dinero tenemos:

**Los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes)**, son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar el valor nominal en la fecha de su vencimiento. Son emitidos por el Gobierno Federal por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, utilizando al Banco de México como agente colocador exclusivo.

Los recursos captados mediante los Cetes cubren la doble función de financiar el gasto gubernamental y de influir de un modo de facto regulatorio sobre la masa monetaria en circulación y la tasa de interés prevaleciente en la economía.

---

<sup>13</sup> Tradicionalmente se ha definido al mercado de dinero, como aquel mercado donde se negocian instrumentos financieros de corto plazo, convencionalmente se ha definido de corto plazo hasta un año. Caro R Efrain. El Mercado de Valores, Estructura y Funcionamiento. Ariel, México 1995.

Los Cetes se emiten a plazos de 28, 91 y 182 días, aunque ha habido emisiones a otros plazos que ya no se manejan. Su valor nominal de \$10.00, y pueden ser adquiridos por personas físicas o morales sin restricción de nacionalidad.

**Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes)** son títulos de crédito nominativos, negociables a largo plazo denominados en moneda nacional en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a liquidar la emisión a su vencimiento y los derechos derivados de los vencimientos periódicos.

**Los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos)** son títulos de crédito al portador, denominados en dólares americanos, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de liquidar a su vencimiento el equivalente en moneda nacional. Este instrumento tiene la característica de presentar un mínimo riesgo y brinda protección cambiaria (peso/dólar). Adicionalmente permite a las autoridades la regulación de las variables monetarias y ser una fuente de financiamiento del Gobierno Federal.

**Bonos Ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos)** son títulos de crédito nominativos de mediano y largo plazo, denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación al Gobierno Federal de pagar el valor nominal del monto de dinero ajustado de acuerdo a la evolución del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) . Los objetivos que persigue es además de permitir la regulación monetaria y ser fuente de financiamiento del Gobierno Federal, los de ofrecer una protección al inversionista contra los riesgos de inflación.

Ahora bien, la inversión extranjera en este tipo de títulos de deuda pública es sorprendente como adquirió mayores proporciones durante el período de estudio, al registrar un valor equivalente a los 5 472.59 millones de dólares en 1991 y para 1992 esta cifra había aumentado a 14 241.54 y para 1993 pasó a representar un valor de 21 877.87 millones de dólares (año de mayor auge bursátil), mientras que en 1994, esta cifra registró un

decremento del 28.0%, al alcanzar un total de 15 756.7 millones de dólares y repuntar nuevamente a 25 653.75 en 1995.

Con respecto a la inversión por tipo de instrumento, se observa que el de mayor concentración se ubica en los Cetes, presentando una tendencia preponderantemente creciente, dado que en 1991 registraron una cantidad equivalente a 2 955.6 millones de dólares y para 1993 esta cifra alcanzó los 15 352.2 millones de dólares, lo que equivale a una tasa de crecimiento anual del 127.9% durante dicho periodo. Por otro lado, la suma total acumulado de 1991 a 1995 alcanzó los 32 817.6 millones de dólares, lo que representa el 50.3% del total invertido en instrumentos de deuda pública durante el lapso de tiempo mencionado.

En relación a los Tesobonos, es interesante observar su comportamiento, puesto que los datos que arroja vienen a demostrar la especulación e inestabilidad financiera en un contexto de incertidumbre. Al respecto se puede apreciar en el cuadro 16, como este instrumento pasó de un total de 257.3 millones de dólares de inversión extranjera en 1991, a 1 283.8 millones de dólares en 1993 y, para 1994 su comportamiento fue espectacular en su crecimiento, al alcanzar un monto equivalente a los 12 421.6 millones de dólares, representando un incremento del 867.6% con respecto a 1993. Para 1995 esta cifra disminuyó a tan sólo 187.2 millones de dólares. Tal comportamiento obedeció en un principio a las expectativas de certidumbre que vivió el país de 1989 a 1993, dada la estabilidad económica propiciada por la política de los pactos y la política económica adoptada en general. Finalmente tal política no pudo sostener la fragilidad que se estaba gestando y conllevó a una inestabilidad financiera que propició la salida masiva de capitales. Así tal comportamiento de estos instrumentos obedeció también a sus características que le confieren, puesto que están denominados en dólares, permitiendo con ello una cobertura de riesgo a los inversionistas extranjeros.

Los Bondes por su parte tuvieron una participación menos importante en relación a los demás instrumentos de deuda pública, al representar tan sólo 4.0% respecto al acumulado

total de 1991 a 1995, sumando un valor total en dólares de 2 948.4. De la suma referida, el año en que se observó la mayor concentración fue en 1992, alcanzando una suma fue equivalente a 1 238.0 millones de dólares.

En cuanto a los Ajustabonos, éstos registraron un total acumulado de 6 173.4 millones de dólares, equivalente al 15.0% del total de los instrumentos de deuda pública y su mayor auge bursátil se presentó en 1993 al alcanzar una suma de 4 397.3 millones de dólares, y el de menor concentración se ubicó en el año de 1995, al registrar tan sólo un monto de 305.85 millones de dólares, como se aprecia en el cuadro 16.

**Cuadro 16**  
**Inversión Extranjera en Bonos Gubernamentales 1991-1995**

(Millones de dólares)

	1991		1992		1993		1994		1995		TOTAL	
	USD	%	USD	%	USD	%	USD	%	USD	%	USD	%
CETES	2,955.61	54.01	9,160.91	64.33	15,352.19	70.17	2,595.11	16.47	2,753.82	82.04	12,817.64	50.34
PAGAFES	21.43	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03
BONDES	726.62	13.28	1,237.98	8.69	844.65	3.86	29.34	0.19	109.84	3.27	2,948.44	4.07
TESOBONOS	257.29	4.70	197.60	1.39	1,283.75	5.87	12,421.36	78.83	187.21	5.58	14,347.21	30.57
AJUSTABON	1,511.64	27.62	3,645.05	25.59	4,397.28	20.10	710.85	4.51	305.85	9.11	6,173.39	14.99
<b>TOTAL</b>	<b>5,472.59</b>	<b>100.00</b>	<b>14,241.54</b>	<b>100.00</b>	<b>21,877.87</b>	<b>100.00</b>	<b>15,756.66</b>	<b>100.00</b>	<b>3,356.72</b>	<b>100.00</b>	<b>60,705.39</b>	<b>100.00</b>

El tipo de cambio utilizado para la conversión de pesos a dólares corresponde al tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera.

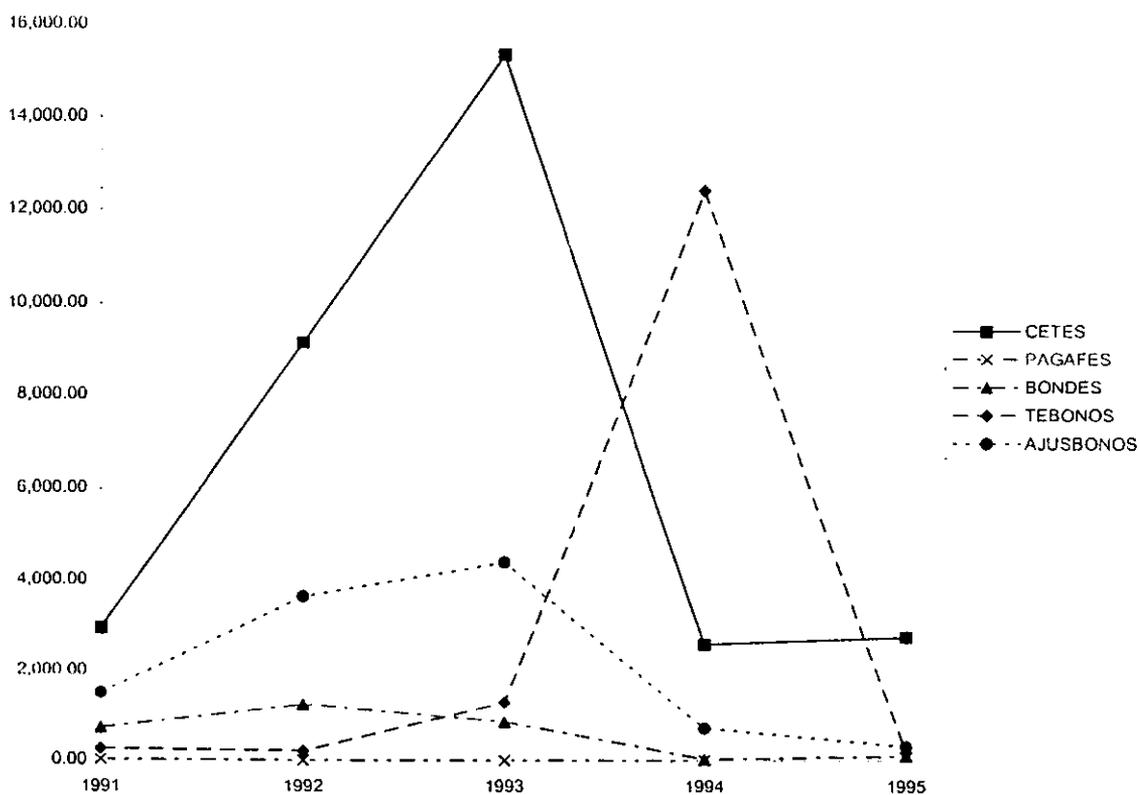
Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil e Indicadores Económicos del Banco de México, varios años.

No obstante, la captación tan espectacular que se observó en este tipo de instrumentos de deuda pública, su objetivo no fue el financiamiento del gasto público, -debido al superávit presupuestal registrado desde 1992-, sino el control de la oferta monetaria. Esto se dió a través de la intervención del Banco de México en el mercado con el fin de esterilizar el flujo de inversión extranjera, mediante la compra (venta) de divisas en el mercado cambiario, acompañado de un retiro (inyección) de liquidez a través de operaciones de mercado abierto. De esta manera se pretendía aislar el stock de dinero de las variaciones derivadas de la movilidad del capital extranjero, y así regular el crecimiento de la base

monetaria y mantener la estabilidad del tipo de cambio. La variable que conciliaba estos objetivos era la tasa de interés, ajustándose libremente en el mercado de dinero.

De acuerdo al banco central, el fuerte ingreso de inversión extranjera podía originar consecuencias dañinas sobre la demanda agregada, así como presiones inflacionarias, por lo que al menos en parte era necesario retirar la liquidez originada por la afluencia de divisas.

**Gráfica 1**  
**Inversión extranjera en Bonos Gubernamentales**  
(millones de dólares)



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, varios años.

De acuerdo al análisis descrito y como se aprecia en la gráfica 1, el comportamiento tan significativo que los instrumentos de deuda pública presentaron, con relación principalmente a los Cetes y Tesobonos, obedece a varios factores. Se otorgó un rendimiento a corto plazo muy superior al beneficio proporcionado en dólares por los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Los diferenciales de la tasa de interés en término de dólares, y por ende en el tipo de cambio, cobraron especial relevancia para el inversionista extranjero. De ahí que la política mexicana haya establecido una paridad en principio fija respecto al dólar, para posteriormente aplicar minidevaluaciones cotidianas de menor magnitud a lo requerido por los elementos macroeconómicos fundamentales. Así el rendimiento de los Cetes, frente a los Bonos del Tesoro estadounidense subsistió hasta 1993.

**Cuadro 17**  
**México: Rendimiento de Instrumentos Financieros**  
**enero de 1994 a febrero de 1995**

	Bonos del Tesoro de EU (3 meses)	Cetes (3 meses)	Cetes (28 días)
1994			
Enero	3.02	n.d.	n.d.
Febrero	3.21	9.13	8.81
Marzo	3.52	10.31	11.63
Abril	3.74	15.92	16.25
Mayo	4.19	17.44	16.50
Junio	4.18	16.74	15.84
Julio	4.39	17.38	17.00
Agosto	4.50	14.76	13.49
Septiembre	4.64	14.15	13.15
Octubre	4.96	13.98	14.10
Noviembre	5.25	14.54	13.85
Diciembre	5.64	19.62	31.00
1995			
Enero	5.81	39.23	37.01
Febrero	n.d.	41.65	59.00

**Fuente:** Revista de Comercio exterior, Mayo de 1995.

Tal situación indujo a los inversionistas extranjeros y nacionales a deshacerse de dichos instrumentos de deuda. Así, en el transcurso de 1994, la composición de la deuda interna

pública en manos de extranjeros cambió radicalmente al realizarse una apresurada conversión de Cetes a Tesobonos con el objetivo de que los inversionistas pudieran cubrirse del riesgo cambiario y evitar mayores salida de capital.

## CAPITULO IV

### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR EXTERNO Y VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA MEXICANA

Hacia finales de 1988 la tasa de inflación en México se había reducido de manera significativa y se habían emprendido importantes reformas estructurales. No obstante, por quinto año consecutivo la economía registraba un crecimiento prácticamente nulo. Era claro que la recuperación económica precisaba revertir la tendencia de la transferencia de recursos, es decir, atraer capital externo y disminuir la carga de la deuda. Lo primero, requería de una estrategia deliberada orientada a conquistar los mercados financieros internacionales.

En 1989 se logró revertir la tendencia de la transferencia de recursos, aunque no obstante a ello, la decepción fue el reducido crecimiento del PIB. Algunos analistas aducen ésto a la apreciación del tipo de cambio por su efecto depresivo -entre otros- en la demanda de productos de origen nacional.

La apreciación del tipo de cambio fue el resultado de la política antiinflacionaria establecida en la Política del Pacto, iniciada en 1987 y reforzada a partir de 1990 por la entrada de capital que coadyuvó a sobrefinanciar el déficit en cuenta corriente y permitieron la acumulación de reservas internacionales en el Banco de México. Esta implicaba una abundancia relativa de dólares y ratificaba la política cambiaria vigente, pero como la inflación interna siguió siendo mayor que la externa, la sobrevaluación persistió.

Así, la apreciación real del tipo de cambio generó una vulnerabilidad cada vez mayor de la estrategia económica y, desde 1992 se observaron los riesgos de un bajo ahorro interno y un creciente financiamiento del déficit en cuenta corriente con capital de cartera.

#### ***IV.1. Política monetaria***

La política monetaria, se basa en la regulación de la oferta monetaria, es decir, la cantidad de dinero en circulación, por parte del banco central para influir en los tipos de interés y en las condiciones crediticias. Estas decisiones afectan a los sectores que son sensibles a los tipos de interés. Dentro de los instrumentos de política monetaria uno de los que tienen mayor importancia para el manejo de ésta, son las operaciones de mercado abierto. Este instrumento consiste en la compra-venta de valores gubernamentales por parte del banco central para influir en la oferta monetaria, es decir, para modificar la cantidad de dinero en circulación, las reservas bancarias y en los tipos de interés. Si se compran títulos gubernamentales, el dinero pagado por el banco central eleva las reservas bancarias comerciales y aumenta la oferta monetaria. Si se venden títulos gubernamentales la oferta monetaria disminuye. Se dice que éste es uno de los instrumentos estabilizadores más importantes de que dispone el banco central, así como la tasa de descuento o tipo de interés cargado al banco central, sobre cualquier préstamo que realice un banco comercial.

Dado que la orientación de la política económica en la administración salinista recayó en la dependencia del capital extranjero como medio de financiamiento de la actividad productiva, en materia monetaria era claro el establecimiento de un manejo restrictivo en sus indicadores. Lo anterior en razón de que a través de la restricción monetaria se lograría combatir y disminuir la inflación, por medio de tasas de interés elevadas, quienes a su vez determinarían la atracción de los capitales del exterior.

Los rendimientos reales positivos determinarían el rumbo de la economía en México. Así, con una política monetaria contractiva, los niveles de las tasas de interés influirían de forma importante en los recursos que financiarían dicha economía. Con ello a medida que los capitales se insertaban en México las tasas reales de interés disminuían (ver cuadro 1), pero siempre siendo superiores a las internacionales.

**Cuadro 1**  
**TASAS REALES DE INTERÉS Y MÁRGENES DE INTERMEDIARON FINANCIERA**  
**ESTADOS UNIDOS Y MÉXICO**  
**1988-1995**

	Estados Unidos			México		
	Tasas de Interés		Margen de intermediación	Tasas de Interés		Margen de intermediación
	Pasivas	Activas		Pasivas	Activas	
1988	3.45	4.98	1.53	-21.72	-10.21	11.51
1989	3.34	5.08	1.73	20.5	33.64	13.14
1990	2.64	4.4	1.76	8.72	19.4	10.68
1991	3.76	6.33	2.57	-0.54	11.23	11.77
1992	2.77	5.32	2.55	2.83	14.16	11.33
1993	2.11	4.91	2.8	8.03	21.81	13.78
1994	4.38	6.88	2.5	7.33	22.71	15.38
1995	4.01	6.87	2.86	2.76	19.9	17.13

Fuente: José Luis Calva. Liberalización de los Mercados Financieros y el Desastre Bancario 1994-1995. Compilación. Pág. 22.

Aunado al control monetario estaba el manejo del tipo de cambio. De tal forma que con tasas de interés reales atractivas y con bajos niveles de riesgo cambiario, las inversiones que ingresaban al país tenían importantes posibilidades de realizarse. Como puede apreciarse en el cuadro 1, las tasas de interés fueron elevadas en relación con las de Estados Unidos.

Ante dicho manejo de la política monetaria, su reflejo se plasmó en tasas de interés reales positivas y elevadas, con lo que las entradas de capital fueron inminentes, lo que se tradujo en mejoras e incrementos en las reservas del Banco de México (excepto 1994). Pero por otro lado, las altas tasas de interés afectaron la planta productiva, dado que eleva los costos financieros, afecta la ganancia en la esfera productiva y la inversión, lo que se traduce en problemas económicos de magnitudes significativas.

Además de ese comportamiento en que giraban las tasas de interés internas, si se considera lo que prevalecía durante el mismo periodo en las correspondientes en los Estados Unidos, se comprende cómo fue importante la política monetaria para lograr las metas de baja en los precios y el financiamiento de la economía mexicana con los recursos del exterior, hasta 1993.

Por otro lado, el crecimiento que registraron las reservas internacionales gracias a su importante afluencia, consolidaron la estrategia de atracción de capital extranjero. De tal forma que a finales de 1989 este indicador observó un monto de 18 116 millones de nuevos pesos (mnp) para finales de 1993 dicho indicador alcanzó los 76 211 mnp, y para 1994 disminuyó a 56 935 mnp (ver gráfica 1).

Así desde 1990 hasta 1993, las reservas internacionales se fueron incrementando, lo que demostraba la confianza por parte de los extranjeros en la colocación de recursos en México a través del diferencial en las tasas de interés y en el manejo que se tenía de la economía durante esos años.

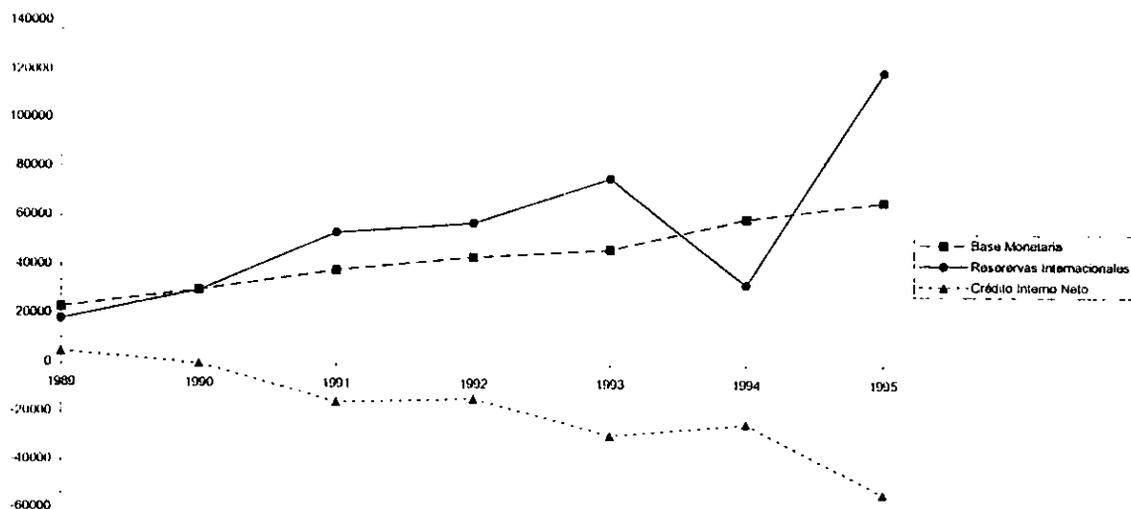
Con respecto a la base monetaria, se observa claro como fue el manejo de la política monetaria en México (ver gráfica 1), presentando un carácter restrictivo, aplicado desde finales de 1992 lo que contribuyó a desacelerar el crecimiento, debilitó al sistema financiero y agravó el problema de carteras vencidas.

Respecto al crédito interno neto de Banco de México, también mostró un comportamiento sumamente restrictivo, como puede apreciarse en la gráfica 1. De 1991 a 1993 este indicador mostró saldos negativos desde los -15 304 a los -29 015 millones de nuevos pesos. Sólo destaca nuevamente en 1994, cuando este indicador fue positivo y alcanzó los 27 960 millones de nuevos peso. (ello se debió a que fue un año electoral). Así al darse una expansión del crédito interno neto en dicho año, contribuyó a la disminución de las tasas de interés internas.

Sin embargo, para 1994 se combinaron dos elementos que marcarían el rumbo incierto de la economía mexicana. Primero la competencia por los capitales foráneos se torno más complicada para México, dado que en los Estados Unidos durante ese año se vino registrando un crecimiento en sus tasas de interés, mientras que en México su tasa líder de los Cetes a 28 días disminuyó. Lo anterior ratifica que para dicho año la política monetaria

revirtió su rumbo de restrictiva a expansiva corroborado a través de la expansión monetaria que se registró, observada por el saldo positivo del crédito interno neto del Banco de México, y a la variación real de la base monetaria del 12.8%.

**Gráfica 1**  
**Indicadores monetarios**  
**(millones de N\$)**



Fuente: Indicadores económicos del Banco de México

Ahora bien, para 1995 la política monetaria volvió a ser restrictiva, ello lo podemos corroborar con lo siguiente: se observó que el M-1 era de 154 mil millones de pesos (mmp) al cierre de diciembre de 1994 y, en pesos corrientes, alcanzó los 165 mmp a diciembre de 1995. Sin embargo, si a estas cifras se les descuenta la inflación y se convierten a pesos constantes de diciembre de 1994, los 154 mmp pasan a ser 79 mmp en diciembre de 1995 (el indicador más usual de los agregados monetarios para medir la liquidez de una economía es el llamado medio circulante M-1, que incluye billetes y monedas en circulación así como las cuentas de cheques en moneda nacional o extranjera en poder del público), ver cuadro 2.

**Cuadro 2**  
**MEDIO CIRCULANTE (M1)**  
**DIC/94-DIC/95**

Año	\$ Constantes (1994=100)	\$ Corrientes
1994	154.5	154.5
1995	79.4	124.5

Fuente: Periódico la Jornada, 3 de junio de 1996

Po otro lado, las tasas de interés se incrementaron de manera significativa, como puede observarse en el siguiente cuadro:

**Cuadro 3**  
**TASAS DE INTERÉS NOMINALES Y REALES**  
**1995**

Mes	TASAS NOMINALES			TASAS REALES		
	Pagareé 28 días	Cetes 91 días	IIP	Pagareé 28 días	Cetes 91 días	IIP
Enero	26.57	39.23	46.12	-12.78	-4.06	0.69
Febrero	31.11	41.65	54.02	-13.09	-6.10	2.10
Marzo	29.57	71.20	86.03	-24.14	0.23	8.91
Abril	70.26	71.50	85.33	-12.95	-12.31	-5.24
Mayo	42.89	52.05	60.53	-4.85	1.25	2.41
Junio	38.89	41.48	49.49	0.58	2.46	4.32
Julio	35.34	38.00	42.92	8.72	10.86	12.39
Agosto	33.09	36.71	37.57	11.03	14.05	15.61
Sptiembre	32.41	34.45	35.48	6.06	7.70	9.07
Octubre	39.20	44.42	42.57	10.13	14.26	17.00
Noviembre	46.06	53.90	57.21	12.67	18.71	18.36
Diciembre	42.53	48.01	51.34	2.52	6.47	8.86

Fuente: José Luis Calva. Liberalización de los Mercados Financieros y el Desastre Bancario 1994-1995. Compilación. Pág. 20.

## *IV.2. Política Cambiaria*

Con la política del Pacto de 1988, el tipo de cambio nominal se empleó como ancla del programa de estabilización, es decir como el instrumento que eliminaría la inflación inercial y garantizaría que la política fiscal mantuviera la disciplina necesaria para sostener la regla cambiaria, para ello se adoptó una política cambiaria muy conservadora que permitió una sobrevaluación del peso, que a finales del sexenio esta política fue insostenible.

Así, el significado que el tipo de cambio tendría en la estrategia económica fue, junto con las tasas de interés, como se lograría la contracción de la inflación y una variable importante que alentaría la entrada de capital extranjero a nuestro país.

Para ello la política cambiaria jugaría un papel fundamental. Con una tasa de cambio que incentivara la adquisición de bienes del exterior a precios competitivos y menores, alentaría las importaciones que la planta productiva nacional demandara, (bienes de capital o intermedios). Así, esta política estaría apoyando la baja en los precios internos en general de la demanda agregada, coadyuvando a la empresa nacional a reestructurarse y ser competitivos, afectando la disminución de los precios internos.

Bajo esta lógica contrarrestadora de precios, se alentaba mayormente la confianza de los capitales foráneos para invertir en el país, puesto que ello le ofrecía mayor certidumbre para la capitalización real de sus inversiones, aunado a las altas tasas de interés.

Así, el tipo de cambio de marzo a diciembre de 1988 permaneció sin variaciones. En 1989 se estableció un ajuste diario, que sumó 16% en el año; en 1990 la minidevaluación cotidiana se redujo a una tasa acumulada de 11% anual, y en 1991 a 5% anual. En noviembre de 1991 se instauró una banda de flotación cuyo techo se amplió a 0.0002 nuevos pesos diarios; en 1992 éste se duplicó a 0.0004 nuevos pesos diarios. Finalmente en

diciembre de 1994, antes de declararse la flotación de la moneda la banda se amplió infructuosamente 15.3%.<sup>14</sup>

Posteriormente el esquema de la banda se abandonó, pasándose a un régimen de flotación a partir del 22 de diciembre de ese año. Considerando 1994 en su conjunto, según datos del Banco de México, el peso mexicano se depreció en 71 por ciento con respecto a E.U. La finalidad de la banda cambiaria de amplitud creciente fue dar gradualmente mayor flexibilidad al tipo de cambio para que éste se fuera ajustando a las condiciones subyacentes de la economía

En 1994, la estabilidad y la escasa operatividad en el mercado cambiario fueron las características que predominaron en los dos primeros meses, a partir del 23 de febrero se observó un incremento del tipo de cambio ante un aumento en las tasas de interés estadounidense, aunado a ello la turbulencia política y delictiva que se vivió (El alzamiento en Chiapas, el asesinato de Luis Donaldo Colosio), provocó incertidumbre y, por consiguiente, una salida importante de recursos por parte de inversionistas extranjeros, ocasionando que el dólar interbancario se colocara en el techo de la banda establecida por el Banco de México durante casi un mes. Así ante tal incertidumbre por los hechos ocurridos las reservas internacionales al día del asesinato de Colosio era de 28 321 millones de dólares, y cayó casi 11 000 millones de dólares en los 30 días posteriores al crimen. Ante esta problemática el Banco de México realizó ventas de Tesobonos por 12 696 millones de dólares para evitar una salida masiva de recursos.

Posteriormente, desde finales de abril hasta el 11 de noviembre las reservas ascendieron a 16 221 millones de dólares, sin embargo otro hecho delictivo (el asesinato del Secretario General del PRI Francisco Ruíz Massieu), despertó nuevamente la incertidumbre, causando pérdidas de reservas por cerca de 3 500 millones de dólares. Así, la incertidumbre de los inversionistas por los hechos delictivos y políticos que se presentaron, contribuyeron a la fuga de capitales y por ende a la disminución de reservas internacionales, aunado a ello un

<sup>14</sup> Revista de Comercio exterior, febrero de 1996, pág 106.

gran déficit en cuenta corriente, fueron los principales factores que causaron la devaluación de diciembre de 1994.

La apreciación real del tipo de cambio que se registró hasta el 19 de diciembre, entrañó una vulnerabilidad a la economía mexicana, dado que dicha apreciación cambiaria contribuyó al aumento de la inversión y el consumo privados, incrementando la demanda de bienes importados (de forma acelerada), de lo cual se desprende que la liberalización y la apreciación estaban asociadas a un aumento del déficit de cuenta corriente que resultó insostenible.

Ante tal situación de crisis que se presentó en diciembre de 1994, se hizo conveniente la adopción de un régimen cambiario de flotación. En este contexto a principios de 1995, se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientara a reducir la volatilidad del tipo de cambio y, de ser posible su excesiva depreciación. Esta estrategia propiciaría:

La disminución de las presiones inflacionarias, limitando el impacto de la devaluación; el descenso de las tasas de interés, como resultado de la formación de expectativas de inflación declinante; restablecimiento de los flujos de capital externos de largo plazo; y reconstitución de las reservas internacionales.

Ante la política adoptada por el nuevo gobierno, la cotización de la moneda nacional respecto al dólar presentó una variación importante en marzo de 1995 al pasar de 6.00 pesos por dólar en febrero a 6.79 en marzo, para mantenerse más o menos estable hasta septiembre al registrar un monto de 6.39 y pasar a octubre a 7.09, finalizando en diciembre de 1995 en 7.70 pesos por dólar, como se aprecia en el cuadro 4.

Cuadro 4

**TIPOS DE CAMBIO PESOS DÓLAR  
REGISTRADO, REAL Y COMPETITIVO**  
(Cifras en pesos al día último de cada mes)

	TIPO DE CAMBIO (1) REGISTRADO	INFLACIÓN ACUMULADA (2)			TIPO DE CAMBIO REAL	T.DE CAMBIO REAL (3) COMPETITIV
		MÉXICO %	EUA %	DIF.MÉX.EUA %		
1994						
Dic. 19	3.45	-	-	-	-	-
Dic	5.15	-	-	-	4.50	5.18
1995						
Ene	5.80	3.80	0.40	3.40	4.65	5.35
Feb	6.00	8.20	0.80	7.40	4.83	5.56
Mar	6.79	14.60	1.10	13.50	5.11	5.87
Abr	5.94	23.70	1.30	22.40	5.51	6.33
May	6.20	28.90	1.60	27.30	5.73	5.59
Jun	6.26	32.90	1.90	31.00	5.90	6.78
Jul	6.11	35.70	1.90	33.80	6.02	6.92
Ago	6.27	37.90	2.20	35.70	6.11	7.02
Sep	6.39	40.80	2.40	38.40	6.23	7.16
Oct	7.09	43.70	2.70	40.90	6.34	7.29
Nov	7.55	47.20	2.60	44.60	6.51	7.48
Dic	7.70	52.00	2.50	49.50	6.73	7.74

(1) Corresponde al tipo de cambio usado en operaciones al mayoreo, entrega a 48 hrs, que registra diariamente el Banco de México.

(2) Se utilizó el INPC de ambos países.

Fuente: David Márquez A, Periódico la jornada, lunes 8 de abril de 1996.

#### *IV.2 Vulnerabilidad del sector externo 1989-1995*

Dentro de la Balanza de Pagos, la inversión extranjera significó la opción de financiamiento más importante durante este periodo. Así, con la introducción de este capital, se logró mantener en funcionamiento por este lapso de seis años el entorno económico impuesto dentro del país, dado que contribuyó a financiar el nivel tan significativo de importaciones que se llevó a cabo, que condujo a un déficit en balanza comercial muy importante, y a su vez, en la cuenta corriente junto con las otras categorías y transacciones que se desarrollan con el exterior del lado de los egresos.

#### **IV.2.1. Situación de la Cuenta Corriente**

Las operaciones comerciales y financieras que efectúa un país con el exterior, se realizan en la Balanza de Pagos, dentro de la cual el rubro más importante lo constituye la cuenta corriente, dado que ahí se sintetiza el total de las compras (importaciones) y ventas (exportaciones) tanto de mercancías como de servicios que se realizan en un período dado.

En el sexenio de 1989-1994 el desequilibrio del sector externo alcanzó proporciones significativas, como se muestra en el cuadro 4. El déficit en cuenta corriente ascendió con rapidez hasta llegar a 28 785 millones de dólares en 1994, poco más de siete veces el saldo desfavorable de 3 960 millones de dólares registrado en 1989. Tan importante déficit se cubrió con capital foráneo que incluyó tanto créditos del exterior como inversión extranjera de cartera, especialmente de corto plazo, aplicada en la compra de valores gubernamentales con rendimientos muy atractivos como los Cetes y los Tesobonos.

Así, los problemas del sector externo y sus secuelas devaluatorias, comprueban la presencia de una crisis profunda, alimentada en parte por la importancia que es conferida al capital foráneo en los esfuerzos de crecimiento.

El ciclo déficit externo-endeudamiento-devaluación, ha sido repetitivo. Los desequilibrios externos en la actualidad se han tornado más difíciles de manejar, en contraste con el optimismo oficial manifestado luego de la renegociación de la deuda externa en 1989 y que no tardó mucho en resultar insuficiente.

De acuerdo a datos del Banco de México, el cuadro 4 muestra la correlación del déficit en cuenta corriente y los movimientos de cuenta de capital, que ya consideran la inversión extranjera de corto plazo especulativa y muy volátil, como se demostró en 1995.

**Cuadro 4**  
**Indicadores Económicos del Sector Externo 1989-1995**  
**(millones de dólares)**

Año	Cuenta Corriente	Cuenta de Capital	Variación de las reservas	Balanza Comercial	Egresos		inversiones Total Inter+Otros
					Intereses	por Otros	
1989	- 3 960	3 037	271	644.8	9 277	1 627	10 904
1990	-5 254	8 849	3 412	3 025.4	9 195	1 758	10 953
1991	-13 789	24 134	7 822	-7 279.0	9 215	2 992	12 207
1992	-22 809	25 955	1 161	-15 933.0	9 610	2 860	12 470
1993	-23 399	32 582	6 083	-13 480.0	10 934	3 284	14 218
1994	-28 785	11 548	-18 884	18 464.0	12 031	3 584	15 619
1995	- 654.6	15 112	9 593	7 089.0	13 334	3 435	16 768

Fuente: Banco de México, informes anuales, varios años.

Ahora bien, con la firma del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN), se esperaba que el ingreso de capitales extranjeros compensaría de manera importante los fuertes déficits de cuenta corriente y que dichos capitales no sólo permanecerían en el país sino que sus montos serían mayores.

Por el contrario, según datos del Banco de México en 1994 la cuenta de capital registró ingresos por 11 584 millones de dólares, monto insuficiente no sólo para cubrir el déficit de la balanza comercial, sino también para cubrir las obligaciones de corto plazo contraídas en deuda interna que a la par fue externa (Cetes y Tesobonos).

Así, en un contexto de apertura comercial y financiera, avivada por el TLCAN, se desató una salida masiva de capitales nacionales y extranjeros que apresuró la crisis devaluatoria de finales del sexenio pasado. La dimensión de los problemas financieros adquirió un apoyo crediticio internacional, encabezado por el gobierno estadounidense, de magnitudes mayúsculas: alrededor de 51 000 millones de dólares. De esta suma se utilizó parte en 1995, en especial para cumplir con las obligaciones de Tesobonos en manos de extranjeros y apuntalar las mermadas reservas monetarias que en 1994 se redujeron en 18 884 millones de dólares, monto apenas mayor que el déficit comercial en ese año.

Con respecto a 1995 como se muestra en el cuadro 4, la cuenta corriente de la balanza de pagos fue deficitaria en 654 millones de dólares e inferior casi en 44 veces al saldo negativo de 1994. Este comportamiento obedeció principalmente a la reducción tan significativa que registró la balanza comercial, la cual pasó de un déficit de 18 464 millones de dólares en 1994 a un superávit de 7 089 millones de dólares. La tendencia favorable observada, obedeció en forma importante a:

a) La política cambiaria adoptada. De una sobrevaluación de 30% que el peso mantenía frente al dólar (3.46 al 20 de diciembre de 1994), pasó a una subvaluación (valor abajo de su paridad real) aproximadamente del 15% al llegar el tipo de cambio a 7.70 al 31 de diciembre de 1995. Tal medida encareció las importaciones y abarató e hizo más competitivas las exportaciones

b) La adopción de una política recesiva, que contrajo la producción, la inversión y el consumo, y con ello las importaciones de bienes de capital (maquinaria y equipo) y de bienes de consumo; las importaciones de bienes intermedios (materias primas, componentes y otros insumos para la producción), por el contrario, aumentaron ligeramente en su conjunto, dado que los bienes intermedios destinados al mercado interno decrecieron, pero los destinados a las empresas exportadoras se incrementaron.

**Cuadro 5**  
**OFERTA Y DEMANDA 1994-1995**  
**(Porcentajes)**

CONCEPTO	1994	1995
<b>OFERTA</b>	100.00	100.0
Producto Interno Bruto	81.9	82.9
Importaciones (bienes y servicios)	18.1	17.1
<b>DEMANDA</b>	100.0	100.0
Consumo privado	59.0	57.6
Consumo del Gobierno	8.9	9.5
Formación Bruta de Cap. Fijo	15.8	12.1
Variación de existencias	2.3	0.6
Exportaciones (bienes y servicios)	14.0	20.2

Fuente: Periódico la Jornada, lunes 23 de 1997.

c) La activa reacción de las empresas, especialmente las grandes y en particular las extranjeras, que reasignaron su producción excedente a la exportación ante la caída de la demanda interna.

#### **IV.2.2. Situación de la cuenta de capital**

Parte de interés particular de esta cuenta se centra en el lado de los pasivos. Esta se compone fundamentalmente de dos partes: 1) Los depósitos y préstamos de la Banca de Desarrollo y de la Banca Comercial Internacional que se realizan en y para México. 2) Las entradas de capital vía inversión extranjera, que puede ser directa y la de cartera, que participa en el mercado de valores de México. En términos generales estas dos partes registran la entradas de divisas en México en esta cuenta, que permiten afrontar diversos compromisos financieros con el exterior, entre los que sobresalen el pago de las importaciones, ya que estas también se efectúan con divisas.

Al respecto, se observó que el total de pasivos en la cuenta de capital para 1989 alcanzó los 4 207 millones de dólares, de los cuales el 84% fueron a través de la inversión extranjera total, por lo tanto, tan sólo 16% fue vía préstamos y créditos del exterior. Esta situación se presentó durante todos los años de estudio exceptuando 1990, en donde los préstamos y los créditos del exterior alcanzaron el 65% del total de capital ingresado al país. Pero salvo la excepción mencionada, durante los demás años la participación de la inversión extranjera siempre fue superior.

Al respecto, como siempre fueron superiores los pasivos (entradas) que los activos (salidas) en la cuenta de capital durante 1989 a 1995, ésta siempre registró una situación superavitaria, pues de tener una situación favorable de 3 037 millones de dólares en 1989, para 1991 ya se tenía 7 veces más respecto a ese año inicial y para 1993 año en que se registró la mayor bursatilidad, su monto ascendió a 32 582 millones de dólares. Sin

embargo la situación de inestabilidad financiera que se presentó en diciembre de 1994, hizo que su monto decreciera en un 65%, al llegar éstas a 11 548 millones de dólares.

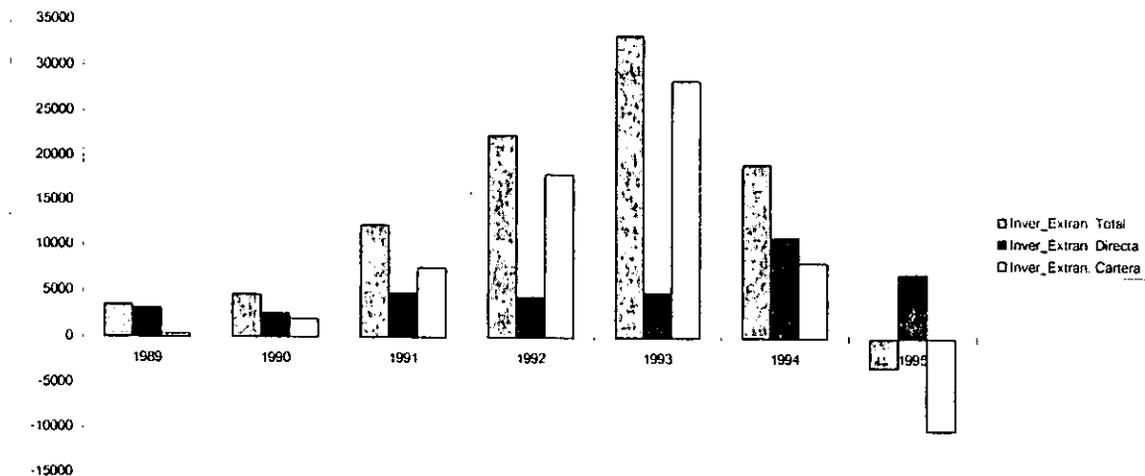
Entre los factores que contribuyeron a esa contracción en los flujos de capital, sobresalen las expectativas ocasionadas por los actos políticos y delictivos ocurridos a lo largo del año, así como el escenario adverso a nivel internacional, caracterizado por un incremento en las tasas de interés y una contracción de la oferta de recursos a las economías emergentes.

Para 1995 la cuenta de capital en su conjunto mostró un superávit de 15 112 millones de dólares, ello debido al paquete financiero de apoyo internacional, de lo contrario su comportamiento hubiera sido negativo en 11 141 millones, debido fundamentalmente a la salida neta de recursos por concepto de inversión extranjera de cartera.

Por concepto de préstamos y depósitos, según datos del Banco de México, el país obtuvo recursos financieros del exterior por 23 243 millones de dólares en 1995. Este monto considera 26 253 millones de dólares proveniente del paquete de apoyo financiero (13 031 millones de dólares por parte del FMI, 1 273 millones de dólares del Banco Mundial y del BID y 11 949 millones de dólares de la autoridades financieras de los Estados Unidos y Canadá). Si se excluyeran dichos recursos, el rubro de préstamos y depósitos arrojaría un saldo negativo de 3 010 millones de dólares.

Regresando a la inversión extranjera, ahora es conveniente establecer su estructura, el monto que se destinó a la de cartera en 1989 ascendió a 493.3 millones de dólares, mientras que la directa registró un monto de 3 530 millones de dólares. Tal relación para 1993 fue de 28 919.3 y 4 388.8, según datos del Banco de México, lo que significó un incremento espectacular en la inversión extranjera de cartera registrada en la cuenta de capital, como se aprecia en la siguiente gráfica.

**Gráfica 2**  
**Inversión Extranjera 1989-1995**  
**(millones de dólares)**



Fuente: Informe Anual de Banco de México.

Con base en el apoyo financiero internacional recibido tras la devaluación de 1994, y los desajustes financieros de principios de 1995, se pudo amortizar la mayor parte de la deuda extranjera de corto plazo correspondiente a Tesobonos por cerca de 29 000 millones de dólares.

Por otro lado también se incrementó el débito externo total<sup>15</sup> y se llevó a cabo un nuevo esfuerzo de ajuste (el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica). No obstante a ello, a lo largo de 1995 el PIB global disminuyó en alrededor de 7% y la inflación ascendió a casi 52%.

<sup>15</sup> Según las autoridades hacendarias, al 31 de diciembre de 1995 el saldo de la deuda pública externa ascendió a 90 312 millones de dólares. Nota obtenida del Periódico Excélsior, 16 de febrero de 1996.

### *IV.3. Crisis de 1994-1995.*

La crisis que se presentó en diciembre de 1994, según el punto de vista oficial, obedece a diversos y complejos factores. Primeramente es importante reconocer que la crisis se fue gestando a lo largo del tiempo. La sobrevaluación del tipo de cambio real y el incremento de tasas de interés internacionales influyeron en la magnitud de la crisis, pero esto también respondió a otros factores, entre los que destacan: el financiamiento en la cuenta corriente mediante la entrada de capital sumamente volátiles; un incremento significativo de la deuda de corto plazo denominada en dólares; y la rígida política cambiaria, incluso ante los cambios en las condiciones internacionales y los hechos de violencia e incertidumbre generados en 1994.

Entre las causas de la crisis financiera de ese año, la disminución del ahorro interno y el incremento tanto del consumo privado como del ahorro externo tuvieron un peso fundamental. Al respecto, cabe destacar que si al menos el ahorro interno se hubiera mantenido estable (1989-1994), la inversión hubiera sido más dinámica, y se habría observado una mayor capacidad productiva de la economía y un crecimiento del producto sólido y sostenido.

Sin embargo, dada la magnitud del desequilibrio acumulado a lo largo de varios años, el déficit de cuenta corriente ya no pudo ser financiado a través de recursos externos. Aunado a ello, el incremento de las tasas de interés internacionales ocasionaron cambios en los flujos de inversión mundiales hacia economías que ofrecían una mejor relación riesgo-rendimiento, a su vez, la menor captación de recursos externos ocasionó que los inversionistas nacionales y extranjeros advirtieran que había aumento de riesgo cambiario, lo que agudizó, la problemática.

“En este contexto, durante 1994 se pusieron en marcha diferentes acciones para hacer frente a la reducción del flujo de recursos del exterior: se realizaron venta de divisas en el mercado cambiario y se emitió una cantidad importante de instrumentos de deuda pública

(Tesobonos) con rendimientos indizados al dólar estadounidense. Dichas acciones se realizaron al mismo tiempo que se incrementaban las tasas de interés internas. Sin embargo, hacia finales del año, nuevos acontecimientos adversos de índole política, y la incertidumbre de los inversionistas respecto a la capacidad de los sectores públicos y privado para cumplir con el elevado monto de sus obligaciones de corto plazo en moneda extranjera, causaron una fuerte salida de capitales, que propició una rápida reducción de las reservas internacionales. Dicho proceso era insostenible y dio como resultado la abrupta devaluación de nuestra moneda”<sup>16</sup>

Si bien es cierto que los factores mencionados contribuyeron a la manifestación de la crisis financiera de 1994, el diagnóstico de la crisis no considera limitaciones del modelo económico adoptado y su sustento teórico que impidieron su consolidación y el remplazo eficaz del modelo sustitutivo de importaciones. Inducir la recuperación sostenida de la economía nacional y superar la restricción externa hace necesaria una estrategia de desarrollo que no sea una reedición del modelo errado y de intervencionismo económico indiscriminado.

Así, el punto de vista de los algunos analistas independientes respecto a las causas de la crisis, dan más importancia a otros factores de carácter estructural, como son, entre otros:

- a) El fracaso parcial del proyecto económico adoptado.
- b) El agotamiento de la política de estabilización, denominada “pactos”, que conllevó al abuso de la represión salarial.
- c) El efecto de la baja generación de ahorro interno.
- d) La sobrevaluación del tipo de cambio. Esto significó que la inflación no descendió hasta una tasa a que fuera menor, comparada con la tasa de la devaluación, por lo que

---

<sup>16</sup> Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1997-2000.

la subvaluación alcanzada en 1987 se perdió en 1991 y el peso comenzó a sobrevaluarse. En lugar de acelerar el deslizamiento cambiario desde un principio (para igualar las tasas de devaluación e inflación, al menos) el gobierno prefirió mantenerlo invariable, apostando a favor de los flujos de capital para garantizar, artificialmente, su cotización, lo que condujo a un incremento de las importaciones, afectando negativamente la cuenta corriente.

- e) La apertura comercial, que facilitó la importación de mercancías, manifestó dificultades en algunos eslabones de la cadena productiva, lo que originó un aumento del desempleo.
- f) La excesiva protección a la banca comercial, cuyas ineficiencias se manifestaron en elevadas tasas de interés para los usuarios, en especial para las pequeñas y medianas empresas, por un lado, y en una elevada cartera vencida por el otro.
- g) Las elevadas tasas de interés en el mercado primario para atraer capital y la sustituibilidad de los valores gubernamentales. Cabe señalar que no obstante la volatilidad de los capitales especulativos, el banco central promovió el traslado de las inversiones de Cetes a Tesobonos.
- h) La pérdida de confianza por parte de los inversionistas que además de otros factores (políticos y delictivos), también se sustentó según los analistas de las corredurías externas, en la discrepancia entre la información de la circulación de la duda pública de la Bolsa Mexicana de Valores con la del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- i) La inadecuada devaluación, es decir, en lugar de ajustar la paridad inmediatamente, se optó por elevar el techo de la banda de flotación, y la tardía respuesta del Banco de México para aplicar una estrategia adecuada, antes y después de liberar el tipo de cambio.

En síntesis, la crisis se gestó durante varios años y sus causas centrales se ubican en la naturaleza del modelo y las políticas estabilizadoras seguidas, los cambios en el exterior y los acontecimientos políticos derivados de la problemática social y de la pugna por el poder en México. La estabilización de la economía se logró con moderado crecimiento y con un déficit creciente de la balanza comercial, haciendo más vulnerable la economía. Ambos hechos señalaban que esa política era débil y planteaba serias dudas acerca de su continuidad, pues desde 1993 ya se advertían los efectos desestabilizadores de los flujos de capital. Si bien es cierto que estos fondos ampliaron la maniobra en el manejo económico, también permitieron la revaluación cambiaria, financiar el déficit externo y acumular las reservas internacionales más altas de la historia.

Así, la crisis de 1994-1995 observó que las autoridades subestimaron el carácter especulativo de la mayor parte de los capitales que ingresaron al mercado de dinero y de capitales, sensibles a cualquier cambio local o externo, que generaban una incertidumbre sistemática sobre su permanencia y la capacidad para mantener los equilibrios económicos en el mediano plazo, reforzando así las expectativas devaluatorias.

Si bien el programa de estabilización basado en los pactos, así como la renegociación de la deuda externa de 1989, crearon las condiciones para contener, así fuera temporalmente, el proceso inflacionario y alentar la recuperación de la economía, también dieron lugar al surgimiento del viejo problema de la economía mexicana: la restricción externa.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Se entiende por restricción externa los efectos de las relaciones económicas internacionales de un país en su desarrollo interno, los cuales se manifiestan en desequilibrios agudos del sector externo y movimientos abruptos de cambio.

#### *IV.4. Evolución de la economía en 1995*

Durante 1995, la economía mexicana enfrentó la crisis más significativa ocurrida desde los años treinta. La interrupción repentina de los flujos de capitales del exterior hacia finales de 1994 e inicios de 1995, aunada a la devaluación del peso, conllevaron a un fuerte ajuste de la economía. En este escenario, la tarea prioritario del gobierno fue procurar que tal ajuste se efectuara de manera ordenado con el fin de cumplir dos objetivos básicos: disminuir los efectos de la crisis sobre el nivel de vida de los sectores más desprotegidos de la sociedad y crear las condiciones para que la actividad económica estuviera en la posibilidad de recuperarse en el corto plazo.

Así, el giberno llevó a cabo una política contraccionista que condujó a una reducción de la demanda agregada, en tal forma que el gasto total en consumo se redujó según datos del Banco de México en 11.7%, como consecuencia del descenso tanto del consumo privado como del público. La caída del consumo obedeció a la caída de los salarios e ingresos reales; el incremento del desempleo; el elevado nivel de endeudamiento debido a las altas tasas de interés nominales y reales prevaecientes y a una cautelosa política crediticia por parte de los bancos, ante la problemática de la creciente cartera vencida.

Por el lado de las importaciones de bienes y servicios, éstas registraron una reducción de 27.5%, debido a la contracción de la demanda y al aumento de sus precios como efecto de la devaluación.

Con respecto al ahorro externo, éste se redujó de 7.1% del PIB a 0.3% en 1995 (ver cap. III, cuadro 1). Ante la ausencia del ahorro externo la formación bruta de capital se financió casi en su totalidad con ahorro interno bruto, ello debido a la interrupción de la entrada de capital que se observó a principios de 1995, lo que hizo imposible que la inversión siguiera siendo más cuantiosa que el ahorro interno, por lo que el déficit de cuenta corriente desapareció. El cierre de la brecha entre inversión y el ahorro interno se dió mediante un

aumento de 3.5% del PIB y un descenso de 4% del PIB (según datos del Banco de México).

Así, desde enero de 1995 se llevaron a cabo medidas para reducir de forma importante el déficit de cuenta corriente y limitar el impacto inflacionario de la devaluación, al mismo tiempo se tomaron disposiciones para retomar el camino del crecimiento económico. Al respecto se realizó un ajuste a las finanzas públicas, con la finalidad de elevar el ahorro interno y estabilizar el mercado financiero, apoyado por una estricta política monetaria y el refinanciamiento de la deuda pública de corto plazo.

**Cuadro**  
**GASTO PROGRAMABLE DEL SECTOR PRESUPUESTAL**  
(Participaciones porcentuales)

CONCEPTO	1994	1995
Gasto programable Sectorial	100.0	100.0
Desarrollo Rural	6.7	5.0
Pesca	0.1	0.2
Desarrollo Social	52.9	55.0
Comunicaciones y Transportes	6.3	5.4
Comercio	3.6	2.3
Turismo	0.2	0.2
Enérgico	20.7	23.2
Industrial	0.4	0.5
Justicia y Seguridad	4.9	4.9
Administración	4.1	3.3

Fuente: Informe Anual de Banco de México .

Con relación a los desequilibrios macroeconómicos, la política fiscal se orientó a incrementar el superávit primario del sector público. Ello se efectuó fortaleciendo los ingresos por impuestos indirectos con el objetivo de fomentar el ahorro, incrementando precios y tarifas del sector público y disminuyendo el gasto presupuestario.

**Cuadro**  
**Ingresos del Gobierno Federal**  
**(Porcentajes del PIB)**

CONCEPTO	1993	1994	1995
Ingresos Totales	17.3	17.2	17.7
Tributarios	12.7	12.8	10.7
Impuestos sobre la Renta	6.1	5.8	4.7
Impuestos al Valor Agregado	2.9	3.1	3.2
Imp. Especial sobre Prod y Serv.	1.7	2.2	1.5
Importación	1.1	1.0	0.7
Otros	0.8	0.7	0.5
No Tributarios	4.6	4.4	7.0

**Fuente:** Informe Anual de Banco de México.

Por otro lado, se resolvió el problema de liquidez (derivado del vencimiento de los Tesobonos en 1995), con el apoyo de instituciones financieras internacionales y las autoridades financieras de los países socios del TLC. Con dichos recursos se constituyó un Fondo de Estabilización Cambiaria, que se utilizó para amortizar totalmente estos pasivos y refinanciarlos por deuda a plazos más largos y con menores costos, así como para reconstituir las reservas internacionales del Banco de México. En este contexto, se diseñaron esquemas para fortalecer a las instituciones del sistema financiero.

Al respecto, el 3 de enero de 1995 se concretó el llamado Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica, destinado a mejorar la situación pos-devaluatoria. Su objetivo principal era evitar una espiral inflacionaria y retomar la estabilidad. Para ello se debía restablecer la confianza en los mercados financieros a través de medidas encaminadas a reducir el déficit de cuenta corriente (uno de los factores identificados como causal de la crisis.).

Un aspecto que dió soporte al plan de emergencia económica es el apoyo económico de Estados Unidos y otras naciones industrializadas.

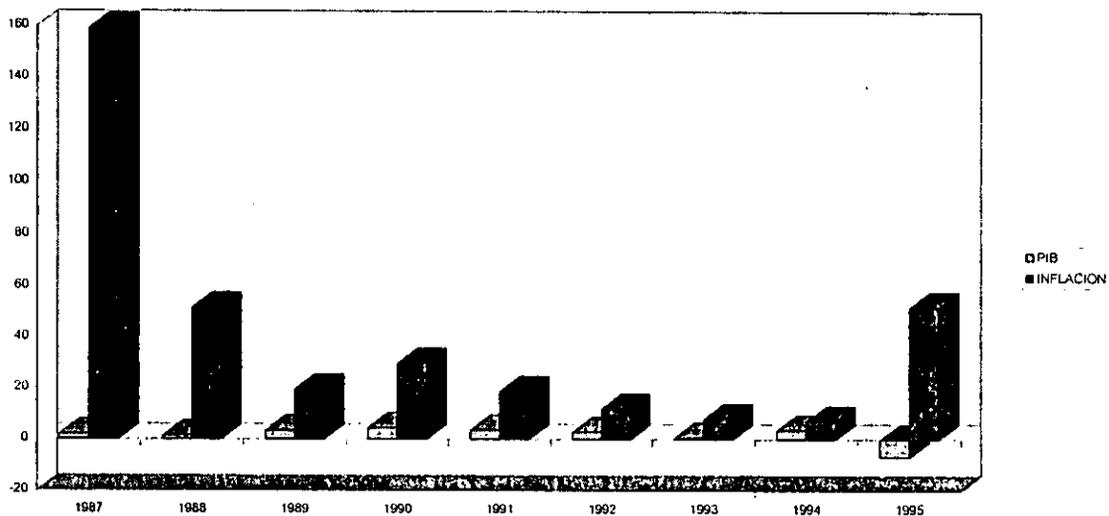
Así durante varios meses (marzo a septiembre) hubo una mejoría en las expectativas de los inversionistas, la cual se reflejó en una disminución de las tasas de interés, una apreciación

del peso, cierta recuperación en la entrada de capital privado y un retorno gradual a los mercados internacionales de capital. Sin embargo, desde principios de octubre y hasta mediados de noviembre México enfrentó severas presiones en los mercados financieros, registrándose una fuerte depreciación del peso y la duplicación de tasas de interés de corto plazo.

Para enfrentar las presiones, el gobierno reforzó la política monetaria, permitiendo alzas en las tasas de interés e interviniendo muy selectivamente en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio.

Si bien los esquemas de apoyo introducidos desde principios de 1995 evitaron un colapso del sistema financiero mexicano, no evitó la fuerte recesión económica que nos llevó a un , crecimiento negativo aproximado del 7% del PIB y una inflación alrededor del 52%, como se aprecia en la gráfica siguiente:

**Gráfica 3**  
**Producto Interno Bruto-Inflación**  
**(%)**



Fuente: Indicadores del Banco de México.

## CONCLUSIONES

En el presente trabajo hemos analizado los principales factores que permitieron la gran afluencia de capital extranjero (de cartera) a nuestro país durante el período 1989-1995; su evolución y estructura, así como su impacto en la economía mexicana.

Al respecto se concluye que, dada la escasez de recursos financieros que enfrentaba la economía a raíz de la crisis de la deuda, hacia necesario el restablecimiento de los flujos de capital externo para financiar tanto el desequilibrio de cuenta corriente como la demanda de inversión que enfrentaba la economía para recuperar su crecimiento, no obstante de la política de ajuste a que estuvo sometida la economía a partir de 1983, no se logró restablecer su crecimiento. En este contexto, en 1987 se llevó a cabo un programa antiinflacionario (PSE Y PECE) y de cambio estructural, que permitió un ciclo de moderado crecimiento entre 1988-1992, y la estabilización de la economía. Dicha política está enmarcada dentro del enfoque económico de libre mercado, bajo el análisis de la “represión financiera”, que propone la liberalización financiera como vía para superar el subdesarrollo.

Así el programa de estabilización basado en los pactos, la renegociación de la deuda externa y la política de cambio estructural (dentro de los que destacan la creciente apertura comercial, la liberalización financiera); las modificaciones al marco regulatorio de la inversión extranjera, aunado a una política monetaria conservadora (caracterizada por altas tasas de interés) y una política cambiaria (que mantuvo un tipo de cambio semifijo), fueron los principales factores que contribuyeron a la afluencia de capital extranjero a nuestro país en el periodo de estudio.

Sin embargo, si bien es cierto que la afluencia de capital provenientes del exterior (de cartera), ayudaron a resolver momentáneamente parte de los problemas macroeconómicos,

la estrategia de corto plazo y rentista que presentaron la mayoría de éstos recursos, es decir al orientarse más a la esfera especulativa que a la productiva y dadas las condiciones de la transición del proceso de liberalización y desregulación, que presentaba muchos factores de fragilidad que afectaba el propio proceso, es decir, por una parte generaba una estabilidad cambiaria frágil debido a que esta resultaba de una relación financiera más que de la competitividad y el crecimiento de la economía, así, este flujo de capital externo desarticulado de un ciclo de inversión productiva tuvo el efecto adicional de que contribuyó a sobrevaluar el peso, favoreciendo un efecto importador y de endeudamiento externo por parte de las grandes empresas y el gobierno.

Por la otra generaba un escenario de dependencia financiera externa, debido a que el modelo estaba determinado por las bajas tasas de interés internacionales, lo que permitió mantener el flujo de capital externo atraído por los altos rendimientos, en un contexto internacional de gran competencia de fondos, contando para ello principalmente con la atracción relativa de las colocaciones de títulos de la deuda pública interna, frente a otras opciones de inversión a nivel internacional.

Finalmente, el fuerte incremento de capital externo generó un importante crecimiento de los precios y las operaciones del mercado accionario de la Bolsa Mexicana de Valores, sobre la base de una fuerte concentración de la demanda en los títulos de sólo algunas grandes empresas. Lo anterior, frenó la posibilidad de darle profundidad y estabilidad al mercado accionario doméstico, haciéndolo estructuralmente dependiente de las operaciones en el mercado internacional.

No obstante de la fragilidad e inestabilidad descrita, la articulación entre inversión extranjera, tasa de interés y el tipo de cambio con atención a las operaciones de mercado abierto, hubiera podido ser válido de acuerdo a las condiciones concretas en la que se realizaba la reforma. Sin embargo, para ello era necesario que simultáneamente el nuevo sistema financiero hubiera contribuido a generar un ciclo “virtuoso” de inversión y

crecimiento económico que consolidara la estabilidad y que condujera a fijar una mayor cantidad de inversión externa al campo productivo.

A la fragilidad que presentaba la economía se sumaron hechos políticos y delictivos adversos (el alzamiento del Ejército Zapatista en Chiapas, la muerte de Luis Donaldo Colosio y del Secretario general del PRI, Francisco Ruíz M.) que contribuyeron a la incertidumbre de los inversionistas extranjeros, quienes respondieron con una salida masiva de capitales que condujo a la crisis de liquidez de 1994, manifestándose sus efectos recesivos en 1995, al registrarse un decremento del PIB de 7% y una inflación de alrededor de 52%.

La manifestación de la crisis de diciembre de 1994, puso en evidencia una vez más, el punto débil de la economía nacional: el ahorro interno, el cual no ha sido suficiente para financiar los niveles de inversión que demanda la economía para impulsar su desarrollo, sin embargo, el costo que se ha tenido que pagar por la obtención de los recursos externos ha sido alto, limitando el proceso de desarrollo del país, como se ha podido observar.

Entre los aspectos de fondo que condujeron a la crisis vale la pena destacar el privilegio que se otorgó a partir de 1982 y se profundizó con el gobierno salinista al vínculo a la economía mundial. La acelerada apertura de la economía, que culminó con la firma del Tratado de Libre Comercio, y el incremento de las importaciones, rápidamente se tradujo en un aumento del déficit comercial

A las debilidades estructurales que presentaba la economía, dado que los compromisos con el exterior no estaban avalados sólidamente en un fortalecimiento de la esfera productiva, se sumaron el impulso a una política monetario-financiera, cuyo objetivo fundamental ha sido mantener los desequilibrios macroeconómicos como garantía para la obtención de préstamos y para la aceptación de México en el mercado mundial. Ello implicó adoptar una política monetaria astringente y la inducción de políticas recesivas, lo que se ha traducido en el incremento del desempleo y pobreza. Así, el círculo virtuoso de la estabilización no

pudo, alcanzarse por entero debido a que el acomodo macroeconómico se hizo sin bases en el sector real.

Respecto a la apertura externa, ésta intensificó la competencia en los mercados internos y ciertamente redujo las presiones inflacionarias, pero al mismo tiempo acrecentó significativamente el contenido importado de la producción nacional, desplazó a muchos empresarios mexicanos e hizo crecer las compras externas a una velocidad mayor que la reacción de la oferta exportadora.

Por otro lado, el sostener el proceso de apertura externa mientras se negociaba el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá y, a la vez, los sucesivos pactos internos de estabilización, exigió aceptar un rezago cambiario en ascenso dado que éste se utilizó como ancla antiinflacionaria. Así, el modelo adoptado gestó déficit creciente en la balanza comercial, condujo a liberalizar los flujos externos de capital y obligó a subir paulatinamente tasas de interés muy por encima de las cotizaciones internacionales. La sobrevaluación resultante del peso, así como las altas tasas de interés reales, acentuaron las debilidades de la capacidad competitiva nacional y reforzaron en términos dinámicos los desajustes de pago. Esa combinación específica de políticas cambiarias y de tasas de interés alentó el flujo masivo de capitales, que a su vez contribuyeron a incrementar las reservas internacionales y sobrevaluar el peso, pero a la postre minó la credibilidad y la sustentabilidad de la banda de flotación.

## BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

Aspe Armella, Pedro. El camino mexicano de la transformación económica. Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1993.

Banco de México. Informe anual del Banco de México, 1989-1995.

Basave Kunhardt, Jorge. Los grupos de capital financiero en México (1974-1995). Universidad Nacional Autónoma de México - Instituto de Investigaciones Económicas. Ediciones El Caballito, México 1996.

Bazdresch, Carlos. (Compendio) México auge, crisis y ajuste (Lecturas del trimestre económico, No. 73. FCE, México 1992.

Bendesly, L. (Compendio) El papel de la Banca Central en la actualidad. Selección de textos. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Banco de España, 1993.

Calva, José Luis y Correa, Eugenia (Compilación), Liberalización de los Mercados Financieros, resultados y alternativas. Editorial Juan Pablos Editor, México 1996.

Camorlinga Galeana Isidro. Restauración de los flujos de capital a México: un análisis de la inversión extranjera de cartera 1989-1994. Tesis profesional. Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1995.

Correa, Eugenia. Los mercados financieros y la crisis en América Latina. Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional Autónoma de México, 1991.

Dernburg, Tomas F y McDougall, Duncan M. Macroeconomía. La medición, análisis y control de la actividad económica agregada. Editorial Diana, México 1980.

Chacholiades, Miltiades. Economía Internacional. De. McGraw Hill Interamericana, 1992.

Dillard, Dudley. La Teoría Económica de John Maynard Keynes. Editorial Aguilar de la Economía, España 1981. Autónoma de México, Tesis Profesional. México, D.F. 1996.

García, Moisés Enrique. Panorama reciente de la inversión extranjera. Universidad Nacional Autónoma de México - ENEP Acatlán, junio de 1994.

Green, Rosario. La deuda externa de México, 1973-1987. De la abundancia a la escasez de créditos SRE. Nueva Imagen, México 1988.

Girón, Alicia y Correa, Eugenia (compilación). Crisis bancaria y carteras vencidas. Ed. Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, México 1997.

Girón, Alicia - Ortiz, Edgar y Correa, Eugenia. Integración Financiera y TLC. Retos y perspectivas. Editorial Siglo XXI, México 1995.

Guzmán Calafell, Javier. Políticas monetaria y cambiaria ante ingresos elevados de capitales externos: El Caso de México. Revista Monetaria, enero-marzo 1993.

Hernández Jiménez, Edgar, Rodríguez Castillo, Jesús. La inversión extranjera en México 1989-1994, complemento de ahorro interno y su inserción al mercado de valores. Universidad Nacional Autónoma de México, Tesis Profesional. México, D.F. 1996.

Hyman P., Minsky. Las razones de Keynes. Editorial Fondo de Cultura Económica, 1987.

Hansen H. Alvin. Guía de Keynes. Editorial Fondo de Cultura Económica, México 1978.

Huerta González, Arturo. Liberalización e inestabilidad económica en México. Editorial Diana, México 1992.

Indicadores del Banco de México, 1989-1995.

Kitchen, Richar. El financiamiento de los países en desarrollo. Centro de Estudios Latinoamericanos, México 1990.

Krugman, Paul. La nueva teoría del comercio internacional y los países menos desarrollados. El trimestre económico 1988.

López G., Julio. Investigación económica. Revista de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, abril-junio 1995.

López González, Teresa S. Tesis de Maestría. Fragilidad financiera y crecimiento económico. Universidad Autónoma de México, 1993.

Mancera Aguayo, Miguel. Objetivos e instrumentos de la política monetaria. Banco de México, julio de 1991.

Mantey de Anguiano, Guadalupe. Modelo Neoliberal de Desarrollo. MIMEO, UACP y P-UNAM, México, 1996.

Maynard, Keynes John. Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero. Editorial Fondo de Cultura Económica. México 1984.

Ortiz Martínez, Guillermo. La Reforma financiera y la desincorporación bancaria (una visión de la modernización en México). FCE, México 1993.

Pérez Miranda Rafael. La nueva legislación mexicana sobre inversión extranjera. Aspectos conceptuales. Universidad Nacional Autónoma de México - Enep Acatlán. Programa de Potsgrado. Editorial Porrúa, México 1994.

Peñaloza Webb, Miguel. La conformación de una nueva Banca. Editorial McGraw Hill, México 1997.

Revista de Comercio Exterior, Vol. 44 Núm. 12, Vol. 45 Núms. 1, 2, 5, 9 y 12. Vol. 46 Núm. 1, 3 y 4.

Revista de Investigación económica. Universidad Nacional Autónoma de México. abril-junio 1995, octubre-diciembre 1997

Rojas. Soriano Raúl. Guía para realizar investigaciones sociales. Universidad Nacional Autónoma de México, México 1985.

Solnik, Bruno, Inversiones Internacionales. Addison-Wesley, Imberoamericana, Estados Unidos 1.

Stephany, Frilith-Jones. El Retorno de Capital a América Latina, en Comercio exterior. Enero de 1993.

Secofi Marco jurídico y administrativo de la inversión extranjera directa en México. Secofi, México 1994.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1997-2000. México 1997.

Tavares, M. Concepción. Investigación económica. Revista de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, octubre-diciembre 1993, No. 206.

Titelman, Daniel. Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas. Revista de la Cepal núm. 53. Agosto 1994.

Vázquez Seija, Alicia. Mercados internacionales del capital. UAM-Azcapotzalco, México 1989.

Villarreal, Rene. Industrialización, deuda y desequilibrio externo. Un enfoque neoestructuralista (1929-1988). FCE, México 1990.