

00821  
LII



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

---

---

*Facultad de Economía*

*Causas de los Flujos de Capital:  
México en los 90's*

*TESIS*

*que para obtener el Título de:*

*Licenciado en Economía*

*Presenta:*

*Israel Felipe Mora Cuevas*

*Asesor: Dr. Isaac Minian Laniado*



*Ciudad Universitaria, 2003*



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**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.

# PAGINACION DISCONTINUA

## INDICE

### INTRODUCCIÓN

#### CAPÍTULO I

##### FLUJOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA (1977-1998)

1.1	Evolución de los Flujos de Capital Hacia Países en Desarrollo	1
1.1.1	Principales Características de los Flujos de Capital (1977-1982)	3
	Acontecimientos Generales	3
	La Evidencia	4
1.1.2	Principales Características de los Flujos de Capital (1983-1989)	7
	Acontecimientos Generales	7
	La Evidencia	9
1.1.3	Principales Características de los Flujos de Capital (1990-1998)	11
	Acontecimientos Generales	11
	La Evidencia	12
1.2	Principales Regiones y Países Beneficiados	15
1.3	Estructura de los Flujos de Capital en la Década de los 90's	18
1.3.1	Flujos Privados y Oficiales	19

#### CAPÍTULO II

##### DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

	Introducción	23
2	Teorías Recientes	25
2.1	Enfoques Sobre los Factores Externos	28
	Causas de los Flujos de Capital	28
	Crítica a las Teorías de los Factores Externos	34
2.2	Enfoques Sobre los Factores Internos	37
2.3	Enfoques Sobre los Factores Externos e Internos	41

<b>ANEXO 1</b>	48
Diversificación del Riesgo	48
Mercado Institucional	50
Mercados Financieros Internacionales	51

**CAPÍTULO III**  
**CAUSAS EN EL CASO MEXICANO**

3.1	Causas que Originaron la Afluencia Masiva de Capitales a México	53
3.2	Factores Externos	55
3.2.1	Comportamiento de las Tasas de Interés	56
3.2.2	Situación Económica Internacional	57
3.3	Factores Internos	60
	Política de Cambio Estructural	60
3.3.1	Los Programas de Estabilidad Económica	61
3.3.2	Liberalización Comercial	64
3.3.3	Los Programas de Privatizaciones	66
3.3.4	La Apertura Financiera	73
3.3.5	La Apertura a la Inversión Extranjera	74
3.3.6	Los Programas de Desregulación Económica	76
3.3.7	La Reestructuración de la Deuda Externa	77
3.3.8	Repatriación de Capitales	79

<b>CONCLUSIONES</b>	80
---------------------	----

<b>BIBLIOGRAFIA</b>	83
---------------------	----

## **INDICE DE GRÁFICAS Y CUADROS**

### **CAPÍTULO I**

Gráfica 1.1	Flujo Neto de Recursos de Largo Plazo a Países en Desarrollo 1980-2000	2
Cuadro 1.1	Flujos de Capital Hacia Países en Desarrollo	5
Gráfica 1.2-A	Estructura de los Flujos de Capital en América Latina 1990-1994	13
Gráfica 1.2-B	Estructura de los Flujos de Capital en Asia 1990-1994	13
Cuadro 1.2	Flujo Neto de Recursos Privados a Países en Desarrollo 1990-1998	16
Cuadro 1.3	Promedio Mensual de Financiamiento Externo 1997-1998	17
Cuadro 1.4	El Paquete Financiero	19
Gráfica 1.3	Estructura de los Flujos de Capital 1990-1998	20
Cuadro 1.5	Flujo Neto de Recursos de Largo Plazo Para Países en Desarrollo 1990-1998	21
Gráfica 1.4	Composición de los Flujos Privados de Capital de Largo Plazo 1990-1998	22

### **CAPÍTULO II**

Cuadro 2.1	Principales Destinatarios de los Flujos Privados de Capital 1990-1993	35
Cuadro 2.2	Emisión Internacional de Bonos por Parte de los Países en Desarrollo 1990-1994	36

### **CAPÍTULO III**

Gráfica 3.1	Comportamiento de la Tasa de Interés en Estados Unidos	56
Cuadro 3.1	Países Industrializados	59
Cuadro 3.2	Fuentes de los Ingresos por Privatización	69
Gráfica 3.2	Evolución de las Entidades Paraestatales 1988-1993	70
Cuadro 3.3	Uso de los Ingresos por Privatización	71

## INTRODUCCIÓN

A partir de 1989, los países emergentes experimentaron un fenómeno que consistió en la entrada masiva de recursos netos a sus respectivas economías. El incremento de captación de recursos fue considerable, de 8.8 mmd. que entraron en promedio en la década de los 80's al conjunto de países en desarrollo a 105 mmd. en 1995, lo que también implicó grandes retos para los países destinatarios.

Esta tesis trata las distintas características que los flujos de capital han presentado en las últimas décadas, las principales explicaciones e investigaciones que se han llevado a cabo entorno al dilema de los factores que subyacen en las variaciones de los flujos de capital y los factores que están detrás del nuevo y renovado acceso al mercado internacional de capitales de México a inicios de la década de los 90's.

Debido a que México se encuentra en un mundo cada vez más globalizado, no puede escapar a algunas de las principales tendencias mundiales, aunque así lo deseara. La creciente integración financiera en el mundo no es otra cosa más que el resultado de la liberalización comercial y financiera, del desarrollo tecnológico y la innovación financiera así como de la desregulación.

La estructura de los flujos de capital no ha sido siempre la misma, la evolución que ha presentado se ha debido a las distintas circunstancias a nivel global. El desarrollo incipiente del mercado internacional de capitales a finales de los 70's y el no tan desarrollado nivel tecnológico propició que los flujos fueran dominados por los préstamos bancarios sindicados. La crisis de la deuda en América Latina retiró a los países miembros de esta región del mercado de capitales lo que le abrió el paso a la IED y finalmente el conjunto de aspectos tales como las reformas implementadas en países latinoamericanos, el desarrollo tecnológico y la coyuntura internacional permitieron que en la década de los 90's el capital financiero dominara los movimientos de recursos a nivel internacional.

Esta tesis se enfoca en la discusión sobre los motivos que provocaron que a inicios de los 90's la entrada de recursos externos a México se incrementara de manera sobresaliente. Se pone particular énfasis en distinguir los factores internos de los externos

que existen detrás de la explicación de los flujos de capital en México y en la perspectiva que se deriva a partir de su identificación, es decir, una vez que conocemos el grupo de factores que influyen prioritariamente en los flujos de capital cuáles son sus implicaciones para el futuro.

Como consecuencia de que la entrada masiva de capitales a los países en desarrollo coincidió con un período de bajas tasas de interés internacionales, principalmente en los Estados Unidos, y con un período de reformas políticas internas en los países en desarrollo, se ha presentado un debate entorno a si los flujos de capital son explicados por los factores internos o por los factores externos.

Este trabajo parte de que las reformas económicas que en México se llevaron a cabo a finales de la década de los 80's rindieron sus frutos a finales de la misma y principios de la siguiente. Dichas reformas conforman la parte más importante en la explicación del fenómeno de los flujos de capital. Los programas de estabilidad económica, de apertura comercial y financiera, de privatizaciones y de apertura a la inversión extranjera lograron establecer las condiciones necesarias para mejorar el perfil de oportunidades de hacer negocios en México, además de abrir espacios en sectores que previamente no eran explotados por el sector privado externo. Si también tomamos en cuenta que los programas de reestructuración de la deuda externa mejoraron el perfil crediticio del país, no resulta una sorpresa que México halla sido un gran receptor de recursos durante la primera mitad de la década de los 90's. Las reformas internas y la conducción de la política económica le permitieron a México, en su calidad de país emergente, surgir como una plaza importante tanto para el capital financiero como para la inversión extranjera directa.

La principal consecuencia de que la entrada de los flujos sea explicada en gran parte por los factores internos es la posibilidad que tienen los gobiernos para influir en los mismos en un tiempo futuro. Si bien es cierto que el gobierno no puede determinar el monto ni el tipo de recursos que entrarán a una economía, si podría influir o estimular la entrada de los mismos estableciendo las condiciones propicias para ello.

Además, si las características propias de la economía son las que explican los flujos, entonces podríamos esperar que estos se mantengan en niveles similares siempre y cuando se mantengan tales características, es decir que, podríamos esperar que a raíz de



**variaciones en las tasas de interés internacionales la salida de capitales no sea de la misma magnitud de lo que fue la entrada.**

# **CAPÍTULO 1**

## **FLUJOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA (1977-1998).**

### **1.1 EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL HACIA PAÍSES EN DESARROLLO.**

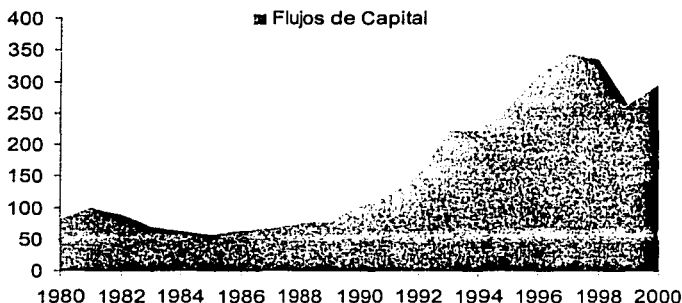
La economía como el resto de las ciencias sociales tiene como objeto de estudio, aunque analizado desde puntos de vista ciertamente distintos, al ser humano. La economía estudia los fenómenos que resultan de la relación entre las necesidades humanas y los satisfactores a través de la producción, la distribución y el intercambio. Una de las características del ser humano es estar en constante evolución, al igual que la economía, razón por la cual las ciencias sociales, al estudiar un fenómeno, tienen que estudiar los diversos factores que lo determinan en diferentes períodos, es decir, los fenómenos económicos, a través de la historia, han sido explicados por distintas variables.

Es por ello que al estudiar los flujos de capital, debemos de tomar en cuenta las distintas variables que los han guiado o motivado a desplazarse a través del tiempo. En consecuencia, en éste apartado de la tesis he decidido dividir los últimos años de la vida económica de América Latina en tres períodos de acuerdo a los principales factores que han conducido los flujos de capital en las últimas décadas. Los períodos son los siguientes: 1977-1982, 1983-1989 y 1990-1998. En cada uno de ellos resumiré brevemente los rasgos económicos más importantes.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

**GRÁFICA 1.1**

**Flujo Neto de Recursos de Largo Plazo a Países en Desarrollo 1980-2000**  
Miles de millones de dólares



Fuente: BM [World Debt Tables](#) 1990-1991 y [Global Development Finance](#), 2001.

Para empezar, tenemos la Gráfica 1.1 donde podemos observar el comportamiento de los flujos de capital. Es evidente como a inicios de los 80's (los dos primeros años de la década), las entradas de capital a las economías en desarrollo iban en aumento hasta que estalló la crisis de la deuda en América Latina en el segundo semestre de 1982. A partir de ese momento los recursos comenzaron a escasear durante casi el resto de la década, hasta que en 1989 y principalmente en 1990 los países en desarrollo vivieron una de sus etapas más prolíficas en cuestión de captación de recursos externos.

No cabe duda alguna de que en la década de los 90's las economías en desarrollo comenzaron a vivir un nuevo fenómeno económico que les presenta grandes oportunidades pero sin lugar a dudas también les representa grandes retos.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

### 1.1.1 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL (1977-1982).

#### **Acontecimientos generales.**

Este período se caracteriza básicamente por ser previo a "La Crisis de la Deuda" de América Latina. No habían transcurrido muchos años a partir de la caída de Bretton Woods (15 de agosto de 1971, fecha en la que el presidente Nixon anunció que los Estados Unidos no venderían más oro de manera automática a los bancos centrales extranjeros, por lo que la relación que existía entre el dólar y el oro, base de Bretton Woods, quedó diluida) y la economía mundial comenzaba a sentir los estragos de los flujos de capital. Por otra parte, la bonanza económica en que vivían los países petroleros de la OPEP, tenía su contrapartida en los problemas de balanza de pagos que sufrían las principales economías desarrolladas importadoras de petróleo. Éste período fue particularmente importante para América Latina, ya que en el transcurso del mismo se fueron gestando las condiciones que la llevarían en poco tiempo a una crisis muy profunda.

El sistema de Bretton Woods tenía en sus cimientos dos conceptos básicos: disciplina y flexibilidad.<sup>1</sup>

El primer término estaba relacionado con los tipos de cambio. La idea era la de fijar los tipos de cambio de los países respecto del dólar y a su vez fijar el valor del dólar al oro, de esta manera se pretendía eliminar el problema de las "devaluaciones competitivas" que tanto daño habían causado a la economía mundial en la época de entre guerras, además de poner un freno a la expansión monetaria por el peligro de quedarse sin reservas internacionales para defender la paridad. El segundo concepto tenía la intención de permitir a los países que consiguiesen el equilibrio externo sin tener que dejar de lado el equilibrio interno, es decir, básicamente les permitía tener una balanza de pagos equilibrada sin sacrificar los objetivos internos, tales como el empleo.

Por otra parte, en 1979 da inicio la segunda crisis del petróleo<sup>2</sup> de la década (la primera fue en 1973-74), la cual provocó aumentos importantes en el precio del petróleo y

---

<sup>1</sup>KRUGMAN, Paul y OBSTFELD, Maurice *Economía Internacional: Teoría y Política*, Ed. McGraw-Hill, 3ª ed., p. 649.

<sup>2</sup> La caída del Sha de Irán (1979) y la guerra Irán-Irak (1980) redujeron considerablemente el suministro de petróleo proveniente del Golfo Pérsico.

de sus derivados. Al igual que en la primer crisis, la actividad económica mundial disminuyó y aumentó la inflación lo mismo que el desempleo. En otras palabras la mayoría de los países no exportadores de petróleo resultaron con déficits en sus cuentas corrientes, a lo cual, los países desarrollados respondieron de manera distinta respecto de los países que se encontraban en vías de desarrollo. Mientras que los primeros decidieron implementar políticas de ajuste o contraccionistas, los segundos optaron por mantener sin cambio sus políticas de gasto y sostener sus déficits, incluyendo el servicio de la deuda externa.<sup>3</sup>

Durante éste período los países en desarrollo lograron financiar sus déficits en cuenta corriente mediante el endeudamiento externo bajo la modalidad de préstamos bancarios (préstamos sindicados)<sup>4</sup>, esta fuente de financiamiento le permitió a América Latina captar una gran cantidad de recursos y continuar con las políticas de gasto excesivas de aquel entonces. Esto a la postre la llevaría a la crisis. El reciclaje de los recursos que los países de la OPEP obtenían por la venta del petróleo fue una de las fuentes que proporcionaron los recursos para A. L. a través del sistema financiero internacional<sup>5</sup>.

La política contraccionista adoptada por las principales potencias estaba conduciendo a la economía mundial a una etapa de estancamiento y crisis (1981), antes de que esto ocurriera, la política antiinflacionista de los Estados Unidos trajo consigo aumentos significativos en las tasas de interés y movimientos en los tipos de cambio de las demás monedas respecto del dólar. Éste resultado fue letal para las economías altamente endeudadas, particularmente para América Latina ya que los servicios de la deuda que debieron pagar por concepto de los préstamos previamente contraídos aumentaron de manera considerable, dando inicio al período de crisis de los 80's de A. L.

### **La evidencia.**

Como se puede observar en el Cuadro 1.1, el promedio anual de entradas netas de capital

<sup>3</sup>KRUGMAN, Paul y OBSTFELD, Maurice *Economía Internacional: Teoría y Política*, Ed. McGraw-Hill, 3ª ed., p. 693.

<sup>4</sup> Los préstamos sindicados se refieren a aquellos préstamos que tienen la peculiaridad de ser otorgados por un grupo de bancos y no por una institución financiera en lo individual. HERNÁNDEZ y RUDOLPH (1995) así como LABÁN y LARRAÍN (1998), comentan que esta fue la mayor fuente de recursos en el período.

<sup>5</sup> Las bajas tasas de interés permitían endeudarse lo cual, en principio, no era una mala idea, el problema estuvo en el destino que se le dio a los flujos captados.

para todos los países en desarrollo durante el período fue de 30.5 mil millones de dólares, de los cuales 11.2 mmd. fueron por concepto de inversión extranjera directa (IED), 29.8 mmd. correspondieron al concepto de "otras", en donde destacan los préstamos bancarios y finalmente el concepto de inversión neta de portafolios presentó números negativos, es decir, salieron en términos netos 10.5 mmd. de la región.

**CUADRO 1.1** Flujos de Capital Hacia Países en Desarrollo  
Promedios anuales. Miles de millones de dólares

REGIÓN	1977-1982	1983-1989	1990-1994	1997-1998
<b>Total de Países en Desarrollo</b>				
Entradas Netas Totales	30.5	8.8	104.9	306.5
Inversión Extranjera Directa Neta	11.2	13.3	39.1	
Inversión Neta de Portafolios	-10.5	6.5	43.6	
Otras	29.8	-11.0	22.2	
<b>Asia</b>				
Entradas Netas Totales	15.8	16.7	52.1	109.1
Inversión Extranjera Directa Neta	2.7	5.2	23.4	
Inversión Neta de Portafolios	0.6	1.4	12.4	
Otras	12.5	10.1	16.3	
<b>América Latina</b>				
Entradas Netas Totales	26.3	-16.6	40.1	99.6
Inversión Extranjera Directa Neta	5.3	4.4	11.9	
Inversión Neta de Portafolios	1.6	-1.2	26.6	
Otras	19.4	-19.8	1.6	
<b>Otros Países en Desarrollo</b>				
Entradas Netas Totales	-11.6	8.7	12.7	97.8
Inversión Extranjera Directa Neta	3.2	3.7	3.8	
Inversión Neta de Portafolios	-12.7	6.3	4.6	
Otras	-2.1	-1.3	4.3	

Fuente: FMI, *International Capital Markets*, agosto, 1995, p.33.

BM, *Global Development Finance*, 1999, p. 171.

Nota: El concepto "Otras", incluye préstamos bancarios.

Éste mismo comportamiento se repite para Asia y América Latina, donde la IED ocupa el segundo lugar y la inversión de cartera se situaba en tercero. Con los datos presentados se puede observar que en el tiempo comprendido en éste período los préstamos bancarios jugaron un papel predominante en el financiamiento de las economías en desarrollo.

Por otra parte, podríamos pensar que las decisiones de otorgar préstamos por parte de los bancos internacionales a los países en desarrollo o a alguna empresa de estos países, se basaban en lo que se conoce como riesgo país y las perspectivas de crecimiento de las

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

economías, lo que de alguna manera es una forma de medir su capacidad de pago, sin embargo, tomando en cuenta el entorno económico del período podemos darnos cuenta de que existía una oferta importante y creciente de recursos proveniente, principalmente, de los países miembros de la OPEP que debía ser colocada en el mercado, situación que coincidía con la mayor demanda de los países subdesarrollados no exportadores de petróleo. Esta coincidencia de necesidades fue la que permitió el financiamiento de regiones como América Latina a finales de la década de los 80's. En el caso mexicano, se lograron concretar grandes préstamos sobre la base de la factura petrolera, la cual fue la fuente de financiamiento más importante de México en aquel entonces. A. L. como conjunto, logró captar en promedio 19.4 mmd. durante el período. En ese momento la IED no aportaba recursos en gran magnitud aunque ya se perfilaba para ser un elemento importante en el crecimiento económico de Asia y Latinoamérica.

Cabe mencionar que durante este período fueron precisamente las instituciones bancarias quienes corrieron con los riesgos que implicaba el otorgamiento de crédito a países en desarrollo. Dichos riesgos fueron administrados por parte de las instituciones financieras ya que redujeron su exposición crediticia mediante la modalidad del otorgamiento de préstamos sindicados.

## 1.1.2 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL (1983-1989).

### Acontecimientos generales.

Conforme el tiempo avanzaba, la situación de los países en desarrollo empeoraba, el aumento en las tasas de interés estaba golpeando a las economías por dos lados. En primer lugar, gran parte de la deuda contraída hasta ese momento por éste grupo de países había sido contratada bajo tipos de interés flotantes, por lo que el aumento de las tasas de interés del mercado implicaba que el pago de intereses por concepto de los préstamos fuera incrementándose. Por otra parte, cuando aquellos préstamos llegaban a su vencimiento, las opciones eran 1) pagar el principal o 2) refinanciarlos con nuevos préstamos, obviamente la primera opción requería liquidez por parte de las economías endeudadas, lo que era muy difícil que ocurriera dado el entorno económico y la segunda opción implicaba contratar deuda con tipos de interés elevados, lo que representaría grandes cargas financieras para periodos posteriores, además las fuentes de financiamiento se volvían cada vez más escasas.

Para 1982, muchos de los países involucrados ya se habían declarado en moratoria<sup>6</sup>, es decir, se declararon incapaces de continuar cumpliendo con sus compromisos externos. Ésta medida dificultó y en algunos casos impidió el acceso de éstos países al mercado internacional de capitales por varios años.<sup>7</sup>

La moratoria duró poco tiempo ya que pronto comenzaron las negociaciones entre los países deudores y los acreedores (tanto países como grupos de bancos). En un principio, un gobierno deudor negociaba con los representantes de un grupo de bancos, en donde los bancos se comprometían a otorgar ciertas facilidades y a continuar otorgando algunos préstamos (préstamos concertados), lo que por cierto sólo ocurrió de manera muy modesta en los inicios, posteriormente los bancos cortaron las líneas de crédito. Para estas

<sup>6</sup> Por ejemplo, el 22 de agosto de 1982 el gobierno mexicano envió un telex a la comunidad financiera internacional en el que se daba una explicación acerca de la crítica situación por la que atravesaba el país y se solicitaba una prórroga de 90 días para las amortizaciones por efectuar a partir del 23 de ese mismo mes y año.

<sup>7</sup> Aunque sólo en el sentido de no poder obtener recursos de él, ya que posteriormente los países optaron por renegociar los plazos de sus deudas y de esta forma debieron pagar los compromisos contraídos en dicho mercado.



fechas, el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) ya habían entrado en acción. El FMI, estaba concertando algunos planes de estabilización macroeconómica con los países endeudados a cambio de otorgarles algunos préstamos, esto es lo que se conoce como la condicionalidad del FMI. Ésta actividad permitía que el FMI informara a los bancos comerciales cuales eran los países que ya estaban tomando medidas de cambio estructural que les permitirían en un momento dado responder de mejor manera a sus compromisos crediticios, lo que podía significar que los bancos tuvieran mejores expectativas y optaran por flexibilizar sus políticas crediticias.

Para 1984, los acreedores consideraban que los ajustes macroeconómicos que los deudores estaban llevando a cabo eran suficientes para que entraran en una etapa de crecimiento y pudieran cumplir con sus obligaciones, lo que desafortunadamente no ocurrió. A nivel individual, el comportamiento de la economía de los países de América Latina fue distinto, sin embargo, en general el problema de la deuda no daba señal alguna de que se estuviese solucionando. No obstante, América Latina fue un exportador neto de capitales durante todo éste período.

En la XL Asamblea General del FMI y del BM efectuada en Seúl en octubre de 1985, el secretario estadounidense del tesoro, James Baker, presentó un plan de ayuda de tres años por 29,000 millones de dólares para aliviar la carga de la deuda externa de 17 países en desarrollo. Este plan consistía básicamente en cuatro puntos:

- el compromiso de los países beneficiados de implementar políticas macroeconómicas orientadas a estimular el ahorro y la inversión,
- la participación más activa del Banco Mundial, para impulsar las políticas de cambio estructural, como del FMI, que supervisaría la ejecución de los planes económicos,
- el apoyo de la banca internacional y
- la apreciación del dólar respecto a las monedas de estas economías como medida para impulsar las exportaciones hacia Estados Unidos.<sup>8</sup>

Sin embargo, el plan Baker no tuvo éxito toda vez que "no se orientó a resolver un problema macroeconómico central: cómo financiar de manera sostenida y predecible las reformas económicas y las nuevas inversiones que los países muy endeudados necesitan para reiniciar de inmediato su crecimiento y comenzar a restaurar su capacidad para servir

<sup>8</sup> BANCOMEXT Comercio Exterior, vol. 43, núm. 1, 1993, p. 62.

la deuda."<sup>9</sup>

Para 1987, algunos acreedores comenzaron a percatarse de que la recuperación del total de sus inversiones estaba muy lejos de poder llegar a ocurrir y para 1989, el gobierno de los Estados Unidos lanzó un nuevo plan: El Plan Brady. La característica básica de dicho planteamiento radica en que se "reconocía de manera implícita que el pago total ya no era una meta razonable."<sup>10</sup> La falta de resultados positivos por parte del Plan Baker originó la necesidad de una nueva propuesta por lo que el nuevo secretario del tesoro Nicholas Brady, en marzo de 1989, anunció un nuevo plan cuyo punto central era el de colaborar en las nuevas reformas políticas y económicas de los países endeudados para lo cual se realizó una declaración muy especial: "el compromiso oficial de apoyar la reducción de los débitos".<sup>11</sup> Se presentaron tres mecanismos principales para la reducción de las deudas:

- Recompra en efectivo, la cual le permite al deudor adquirir parte de su deuda con los bancos. El monto del descuento se establece en función del precio de la deuda en el mercado secundario.
- Conversión de deuda vieja en nueva, lo que permitiría sustituir las tasas de interés flotantes por fijas.
- Sustitución de deuda por inversión, el cual permite a los inversionistas comprar títulos de deuda con descuento sobre su valor nominal y cambiarlos por moneda nacional para realizar inversiones en ese país; es decir, se cambia deuda por capital de una empresa.

Éste ha sido el último intento por solucionar el problema de la deuda de los 80's. Varios autores señalan que los efectos directos del Plan Brady sobre el volumen de la deuda no han sido muy significativos, no obstante, a inicios de los 90's se presentó un nuevo flujo de capitales hacia América Latina y Asia, pero en particular hacia países específicos de éstas regiones.

### **La evidencia.**

A raíz de los problemas de la deuda de América Latina las entradas netas de capital en el

<sup>9</sup> BANCOMETX Comercio Exterior, vol. 43, núm. 1, 1993, p. 63.

<sup>10</sup> KRUGMAN, Paul y OBSTFELD, Maurice Economía Internacional: Teoría y Política, Ed. McGraw-Hill, 3ª ed., p. 855.

<sup>11</sup> BANCOMETX Comercio Exterior, vol. 43, núm. 1, 1993, p. 63.

total de países en desarrollo disminuyeron considerablemente a tan sólo 8.8 mmd. en promedio anual durante el período 1983-1989 (Cuadro 1.1), lo que significa una reducción de más del 70%. Sin embargo, a diferencia del período anterior, este comportamiento no es el mismo para el continente asiático. Asia captó en promedio 16.7 mmd. durante el período, cifra muy similar a la correspondiente en el período pasado, mientras que A. L. dejó de ser un importador neto de capital ya que en promedio cada año salieron 16.6 mmd. de la región. Los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron (el concepto de otros es: -19.8 mmd. en promedio anual), por lo que la principal fuente de financiamiento de antaño estaba "agotada". En términos generales, era la IED la que estaba proveyendo de recursos a las economías en desarrollo.

El motivo principal por el cual la IED continuó acudiendo, aunque de hecho aumentó, a las economías en desarrollo en un período donde la tendencia de los flujos financieros era la contraria, se debe a que los motivos por los cuales la IED fluye son distintos a los que obedece el capital bancario y financiero. La IED no es atraída por medio de diferenciales en las tasas de interés sino que responde a cuestiones más que nada estructurales, así como a; la búsqueda de buenos tratos fiscales, el aprovechamiento de externalidades, la ubicación del mercado, la búsqueda de cierto grado de desarrollo del país, la estrategia de penetración en ciertos mercados que se encuentren bajo algún tratado o convenio comercial que proporcione ventajas a los productos de algún país. Así mismo con la IED los empresarios intentan aprovechar sus activos intangibles, como patentes y el conocimiento buscando amortizar más rápidamente la inversión realizada en "Investigación y Desarrollo". Como menciona el Banco Mundial "los flujos de IED han sido conducidos, principalmente, por las estrategias de globalización de las empresas multinacionales y por los avances en las políticas económicas de los países receptores, así que, han sido menos susceptibles a otros factores de corto plazo."<sup>12</sup> Los programas de estabilización y de cambio estructural implementados en América Latina a mediados y finales de la década de los 80's, los que regularmente fueron regulados por el FMI bajo la influencia del "Consenso de Washington", fueron parte fundamental en la determinación de los flujos de IED hacia las economías en desarrollo de A. L.

---

<sup>12</sup> BANCO MUNDIAL *World Debt Tables: External Finance for Developing Countries*, vol. 1, 1996, p. 8.

### 1.1.3 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL (1990-1998).

#### **Acontecimientos generales.**

A inicios de la década de los 90's, América Latina, en particular, deja de ser un exportador neto de capital, esto se debió en gran medida a la disminución en la carga de la deuda externa. Por un lado, "la exitosa reestructuración de la deuda externa de los principales países en desarrollo, junto con la instrumentación de reformas económicas estructurales y financieras, que les dieron acceso a los mercados internacionales".<sup>13</sup> Por otra parte, históricamente, Latinoamérica ha sido muy propensa a los cambios en la política de los Estados Unidos y en ésta ocasión no fue la excepción, la nueva oleada de capitales de los 90's se debió "en parte al descenso en las tasas de interés en Estados Unidos, lo que trajo consigo un menor pago de intereses por concepto de la deuda externa de la región".<sup>14</sup>

A inicios de la presente década una nueva era en los flujos de capital estaba dando inicio, en la cual Asia fue otro gran protagonista dados los montos de recursos que captaron.

A nivel global, son varias las razones o explicaciones que podemos encontrar para entender ésta nueva era de flujos de capital. Existen cuestiones tanto coyunturales como estructurales tales como; movimientos en las tasas internacionales de interés y una mayor apertura comercial. Sin embargo, otros autores clasifican a los factores más importantes en factores internos y externos, donde los *factores externos* son;

- (1) las fluctuaciones en las tasas de interés que se manejan en los mercados internacionales, el crecimiento de los países desarrollados y
- (2) los cambios en la regulación de las actividades financieras que afectan de manera directa la diversificación de la inversión en los principales centros financieros del mundo.

Por otra parte, los *factores internos* serían aquellos que estuviesen más vinculados

<sup>13</sup> SCHWARTZ, Moises J. "Los Mercados Emergentes y el Desafío del Capital Externo" en BANCOMEXT Comercio Exterior: Flujos de Capital y Mercados Emergentes I, vol. 45, núm. 12, 1995, p. 912.

<sup>14</sup> CORREA, Eugenia "La Política Monetaria Estadounidense y los Mercados Emergentes en América Latina" en BANCOMEXT Comercio Exterior: Flujos de Capital y Mercados Emergentes I, vol. 45, núm. 12, 1995, p. 919.

con la política interna de los gobiernos, como por ejemplo;

- 1) los programas de control de la inflación,
- 2) la liberalización del mercado interno de capitales,
- 3) así como la apertura de la cuenta corriente y de capital.<sup>15</sup>

Además "los programas de privatización en algunos países proveyeron de un flujo constante de IED"<sup>16</sup>.

### **La evidencia.**

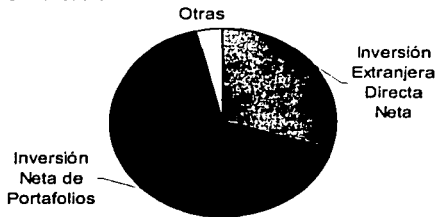
A partir de la década de los 90's se observa un "boom" en lo referente a las entradas netas de capital en los países llamados en desarrollo, en el mismo Cuadro 1.1, está claro que para el período de 1990-1994, el monto promedio de entradas de capital fue de 104.9 mmd. En este último período las entradas de capital resultaron ser casi 11 veces más que en el período anterior, lo cual se debe a que tanto la IED, la inversión de portafolio y los préstamos bancarios crecieron de manera considerable. La IED casi se triplicó llegando a 39.1 mmd., mientras que la inversión de portafolio se multiplicó por 6.5 veces aproximadamente, llegando a 46.3 mmd. en promedio anual, mientras que los préstamos bancarios y algunos otros conceptos llegaron a la cantidad de 22.2 mmd. siendo que en el período pasado dicho concepto era negativo. En lo referente a las regiones, su comportamiento es similar, todos los conceptos crecieron en magnitudes importantes, destacando los flujos de portafolio, los cuales parecen ser los más importantes para los países en desarrollo. En la Gráfica 1.2, se puede notar que hay una diferencia entre A. L. y Asia en cuanto a la estructura de los flujos, ya que mientras para Asia la IED contribuye con casi el 45% de las entradas de capital anuales, para Latinoamérica apenas excede del 30%. Mientras que ocurre lo contrario cuando hablamos de flujos netos de portafolio, ya que para A. L., estos aportan el 66% de las entradas promedio anuales siendo que para Asia sólo significan un 24%.

---

<sup>15</sup> CALVO, Guillermo A., LEIDERMAN, Leonardo y REINHART, Carmen M. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's: Causes and Effects, The World Bank, working papers series 302, 1994, p. 3.

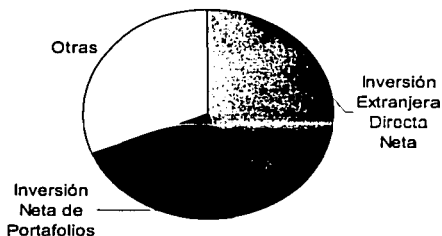
<sup>16</sup> BANCO MUNDIAL World Debt Tables: External Finance for Developing Countries, vol. 1, 1996, p. 4.

**GRÁFICA 1.2-A Estructura de los Flujos de Capital en América Latina 1990-1994**



Fuente: FMI, International Capital Markets, agosto, 1995.

**GRÁFICA 1.2-B Estructura de los Flujos de Capital en Asia 1990-1994**



Fuente: FMI, International Capital Markets, agosto, 1995.

Esta diferencia radica principalmente en que en los inicios de la década de los 90's, las economías de Asia presentaban un crecimiento económico impresionante y sus perspectivas de crecimiento eran positivas en aquel entonces. Esto es un buen motivo por el cual la IED estaba fluyendo en mayor medida a Asia. Por otra parte, ellos no habían tenido problemas recientes como la crisis de la deuda de Latinoamérica. Además, los mercados de capitales de Asia a inicios de la presente década no habían sufrido los procesos de desregulación que estaban viviendo los países del continente americano.

Quizás la implicación más importante de esta diferencia cualitativa en los flujos de capital, radica en la mayor vulnerabilidad de las economías de América Latina a las

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

perturbaciones del sistema financiero internacional. "Así, mientras que en Asia los crecientes flujos de capital se asociaban en gran medida a un incremento de la ya de por sí elevada relación inversión fija-PIB, en América Latina ese coeficiente no registró aumentos notables, excepto, quizás, en Chile."<sup>17</sup> De esta manera las economías de Asia estaban aumentando su capacidad de pago, ya que la IED en su mayoría se orientaba a la producción de bienes comerciables, mientras que las economías de A. L. destinaron buena parte de los flujos de capital a aumentar el consumo.

Me parece que es evidente que los flujos de portafolio son más inestables que la IED, sin embargo, los flujos de portafolio (principalmente, inversiones en acciones y bonos) no sólo se mueven por cuestiones del tipo de interés. Los inversionistas saben que los países que tratan de colocar bonos con altas tasas de interés pueden tener serios problemas para devolver el valor par de los bonos y para pagar los intereses, por lo que es necesario realizar una evaluación de los fundamentales<sup>18</sup> del país en cuestión, así como de su sistema financiero y del clima político y social, con la finalidad de tener un mejor pronóstico sobre la capacidad de pago del país. Lo anterior no es otra cosa más que la ya conocida relación entre riesgo y rendimiento. Por otra parte, no todos los flujos que se destinan al mercado de valores son "capitales golondrinos", diversos inversionistas institucionales tienen planes de mediano o largo plazo. Al menos teóricamente, un aumento en la tasa de interés en un país provoca que los recursos fluyan hacia instrumentos de renta fija, lo cual implica que disminuya la demanda de acciones y viceversa. Si éste país es Estados Unidos, muchos capitales fluirán hacia aquel país ya que consideran menos riesgosas las inversiones, sin embargo, hay que recordar que la mayoría de los países emergentes emiten bonos con tasas de interés muy superiores a las de Estados Unidos, pero los recursos no fluyen tanto a ellos por el nivel de riesgo que presentan, así que si se disminuye el riesgo de estos países los recursos pueden fluir a ellos de manera muy conveniente. Este razonamiento deja abierta la posibilidad de que con medidas de política económica junto con otras medidas "internas" se pueda influir favorablemente a la entrada de capitales.

---

<sup>17</sup> BANCOMEXT Comercio Exterior: Flujos de Capital y Mercados Emergentes I, vol. 45, núm. 12, 1995, p. 904.

<sup>18</sup> Se refiere a los indicadores fundamentales como pueden ser la inflación el déficit público y el externo.

Si bien es cierto que estos flujos pueden ser movilizados con gran facilidad de un lugar a otro creando inestabilidad en el país y en países relacionados comercialmente, los "efectos de contagio" sólo se presentan en situaciones extremas, además de que afortunadamente los inversionistas empiezan a discriminar más las circunstancias propias de algún país en específico, por lo que no se dejan llevar tan fácil por las circunstancias económicas de la región, sino que realizan un análisis más concienzudo al momento de movilizar sus recursos.

## **1.2 PRINCIPALES REGIONES Y PAÍSES BENEFICIADOS.**

La nueva era de los flujos de capital, la cual se caracteriza por una mayor sensibilidad y vulnerabilidad de las economías nacionales respecto de las turbulencias en los mercados internacionales, ha afectado a los países en desarrollo de manera distinta, al menos en cuanto a los montos de los flujos de capital captados por ellos. Analizando los factores externos que han motivado los flujos masivos de capitales, podemos darnos cuenta que estos flujos beneficiaron en general a todas las regiones, ya que los países en desarrollo representaban, en conjunto, una buena opción de inversión y de "diversificación de riesgos", sin embargo hay dos regiones, y principalmente algunos países de estas regiones, que sobresalen dentro del mundo en vías de desarrollo; el este asiático y América Latina. Ahora bien, dentro de estas regiones la distribución de la captación de capital no ha sido uniforme, existe un alto grado de concentración de las inversiones en un número limitado de países, lo cual, destaca la importancia de los factores internos.

En el período 1990-1994, Asia, captó cerca del 50% de los recursos que se dirigieron a los países en desarrollo mientras que América Latina obtuvo cerca del 40%. Más recientemente, en la región de América Latina y del Caribe, son siete países los que concentraron el 90% de las entradas netas de capital (1998), mientras que en el Este asiático, China concentró más del 50% de las entradas de capital y junto con Malasia, Tailandia y la República de Corea acapararon el 85% del mismo concepto (1998). Incluso dentro de los países concentradores de estos flujos hay serias diferencias, por ejemplo, en 1997 Brasil captó 1.5 veces más recursos que México, mientras que México atrajo 2.5



veces más recursos que Perú.

Ciertamente, en los últimos años, tanto el área de América Latina como el área de Asia, han sufrido de altibajos en la captación de recursos externos. Con la crisis mexicana de diciembre de 1994, la incertidumbre en los mercados latinoamericanos aumentó a tal grado que varios países se vieron afectados en cuanto al acceso a los mercados de capitales y en la evolución de su propio mercado de valores, posteriormente con la crisis de los países asiáticos la incertidumbre regresó a los mercados emergentes.

**CUADRO 1.2 Flujo Neto de Recursos Privados a Países en Desarrollo 1990-1998**  
Miles de millones de dólares

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Total</b>	44.4	56.9	90.6	157.1	161.3	184.2	243.8	338.0	275.0
<b>Este Asiático y Pacífico</b>	19.3	20.8	62.9	62.4	71.0	84.1	108.7	122.6	95.6
China	8.1	7.5	21.3	39.6	44.4	44.3	52.0	65.4	53.0
Indonesia	4.5	5.0	4.3	6.8	4.8	9.1	13.3	11.6	3.2
Rep. de Corea								17.5	8.3
Malasia	3.2	3.4	4.6	1.1	7.7	11.6	17.9	9.2	9.1
Filipinas								4.5	4.2
Tailandia	-0.2	2.9	4.2	13.8	7.6	7.2	11.3	9.5	14.0
Vietnam								2.6	1.5
<b>América Latina y el Caribe</b>	12.5	22.9	28.7	59.8	53.6	54.3	74.3	116.0	83.2
Argentina	1.9	1.6	1.7	4.6	6.4	3.6	8.0	19.8	21.5
Brasil	0.5	3.6	9.8	16.1	12.2	19.1	14.3	41.6	15.0
Chile	2.1	1.2	1.6	2.2	4.3	4.2	4.6	9.3	9.5
Colombia								9.8	4.5
México	8.2	12.0	9.2	21.2	20.7	13.1	28.1	16.0	13.7
Peú								4.3	3.9
Venezuela								6.0	8.4

Fuente: BM World Debt Tables: External Finance for Developing Countries, vol. 1, 1997 y Global Development Finance, 1999, p. 171.

De acuerdo con diversas fuentes bibliográficas la crisis de Asia inició con la devaluación del Thai baht,<sup>19</sup> a mediados de 1997. La recesión económica del este asiático y la retirada de capitales por parte de los inversionistas se agudizó debido a la contracción económica por la que estaba pasando, principalmente, Japón. Durante 1996 y 1997, Japón, quien es el país industrializado más importante de la región, estaba inmerso en un cambio

<sup>19</sup> Moneda nacional de Tailandia.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

de política económica la cual restringía su gasto. Esta situación, provocó una disminución en la demanda de las exportaciones de los países emergentes de Asia por lo que estos últimos reaccionaron ajustando el gasto de sus economías lo que profundizó más las consecuencias de las políticas contraccionistas. La mayoría de los países en desarrollo, continuaron recibiendo flujos de deuda y de hecho aumentaron en el tercer trimestre de 1997, aunque disminuyeron a finales de octubre. Los flujos comenzaron a recuperarse a principios de 1998, debido a que los inversionistas comenzaron a distinguir de mejor manera entre las situaciones particulares de los países emergentes, por lo que los flujos de capital volvieron a aumentar en América Latina, hasta que en agosto, Rusia declaró la moratoria de su deuda.

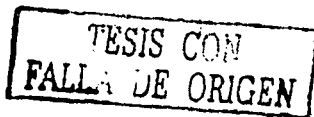
**CUADRO 1.3 Promedio Mensual de Financiamiento Externo 1997-1998**  
Miles de millones de dólares

	1997		1998	
	ENE-JUN	JUL-DIC	ENE-JUN	JUL-DIC
Todos los Países en Desarrollo	24.2	25.7	18.1	11.8
África Sub-Sahara	0.5	1.1	0.5	0.3
Este Asiático y Pacífico	8.4	6.7	2.6	2.5
Asia del Sur	0.9	1.0	0.4	0.1
Asia Central y Europa	4.1	4.2	4.1	2.8
América Latina y el Caribe	9.4	10.3	9.7	5.1
Medio Oriente y África del Norte	0.9	2.4	0.9	1.1

Fuente: BNI *Global Development Finance*, 1999, p. 28.

A partir de ese momento los inversionistas han optado por asegurar sus inversiones así que han preferido invertir en instrumentos más líquidos y seguros, dejando a un lado los altos rendimientos que ofrecían las economías en desarrollo. Ante esta desventaja, algunos países en desarrollo han introducido al mercado nuevos instrumentos, diseñados para continuar con el acceso al mercado y sin asegurar altas tasas de rendimiento durante un largo tiempo.<sup>20</sup> Los bancos de desarrollo de Colombia, Argentina y Brasil así como PEMEX de México, emitieron bonos a tasas de interés variables, las cuales se modifican de acuerdo a un bono especificado en el mercado secundario más un "spread". (Banco Mundial, 1999).

<sup>20</sup> BANCO MUNDIAL *Global Development Finance: Analysis and Summary Tables*, 1999, p. 29.



### 1.3 ESTRUCTURA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LA DÉCADA DE LOS 90's.

En la década de los 90's la estructura de los flujos de capital ha cambiado considerablemente respecto a los periodos previos, las principales fuentes de financiamiento de las economías en desarrollo han dejado de ser predominantemente fuentes oficiales. A *grosso modo*, los flujos de capital pueden provenir de fuentes oficiales o bien de fuentes privadas. Entre las primeras se encuentran el Banco Mundial, cuyo principal objetivo es el de realizar préstamos para proyectos específicos a los países miembros con la finalidad de promover el desarrollo de los mismos, y el Fondo Monetario Internacional, cuyo propósito es otorgar préstamos a los países miembros en situaciones de desequilibrios en la balanza de pagos, como los más importantes. Los créditos que otorga el Banco Mundial se conocen como créditos condicionados, ya que sólo se pueden utilizar en los proyectos para los cuales el crédito ha sido otorgado. A estas fuentes también se les conoce como "multilaterales".<sup>21</sup> Paralelamente existen los préstamos bilaterales.<sup>22</sup> En la crisis de diciembre de 1994 en México, el gobierno de los Estados Unidos otorgó préstamos al gobierno mexicano por una cantidad cercana a los 20 mmd. lo que formó parte del paquete de rescate. Por cierto, durante el primer trimestre de 1995 se logró conformar un paquete financiero de \$ 50,537 millones de dólares.

---

<sup>21</sup> Los préstamos de organismos multilaterales son todos aquellos préstamos y créditos del Banco Mundial, de los bancos de desarrollo regionales y de otras agencias intergubernamentales. (BANCO MUNDIAL, 1996).

<sup>22</sup> Son préstamos de gobiernos y de sus agencias (incluyendo bancos centrales), préstamos de cuerpos autónomos y préstamos directos de agencias oficiales de crédito a la exportación. (BANCO MUNDIAL, 1996).

## CUADRO 1.4

### El Paquete Financiero.

Millones de dólares

Fuente de Recursos	Monto
Fondo de Estabilización (EU)	20,000
FMI	17,750
Banco Internacional de Pagos	10,000
BM y BID	2,787
Total	50,537

Fuente: ORTIZ D. Hugo México: Banco de Datos. Ed. El Inversionista Mexicano, 1998, p. V-17.

Del "Paquete", en 1995 México sólo utilizó un 53% de lo que se le había otorgado.<sup>23</sup>

Entre las fuentes más importantes de flujos privados se encuentran: la inversión extranjera directa (IED)<sup>24</sup>, la inversión de cartera (en acciones), los bonos<sup>25</sup> y los préstamos de bancos comerciales.<sup>26</sup>

### 1.3.1 FLUJOS PRIVADOS Y OFICIALES.

A inicios de la década de los 90's los flujos oficiales representaban el 56% de los flujos de capital netos que recibían los países en vías de desarrollo (Gráfica 1.3) y los flujos privados el 44%. Por lo que es evidente la importancia que tenían los préstamos oficiales. Sin embargo, para 2000 la situación había cambiado en forma radical ya que son los flujos de capital privado la mayor fuente de financiamiento de los países subdesarrollados toda vez que representaron el 87% de las captaciones de recursos y en 1996 alcanzaron su máximo de participación con un 90%. De primera instancia podríamos decir que esta menor participación de los flujos oficiales se debe a que estos mismos han disminuido,<sup>27</sup> lo cual es

<sup>23</sup> ORTIZ D. Hugo México: Banco de Datos Ed. El Inversionista Mexicano, 1998, p. V-17.

<sup>24</sup> La cual está definida como aquella inversión: que se realiza para adquirir el control de una empresa (generalmente el 10 % de las acciones del grupo controlador) que esté operando en un país distinto al del inversionista. (BANCO MUNDIAL 1996).

<sup>25</sup> Incluye tanto aquellos emitidos por el gobierno como los emitidos por el sector privado.

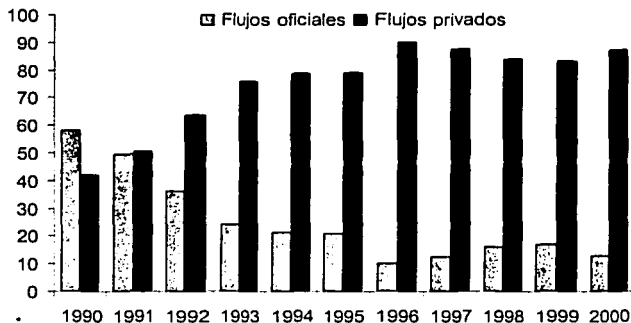
<sup>26</sup> Son préstamos de instituciones bancarias y de otras instituciones financieras.

<sup>27</sup> El banco mundial señala que éste fenómeno se debe a dos factores principalmente: las menores tasas de crecimiento de los países donantes, lo que los lleva a disminuir el monto de sus donaciones, la percepción de los países industrializados respecto a los altos volúmenes de capital, lo que los lleva a pensar que las economías subdesarrolladas requieren, en la actualidad, de menor financiamiento oficial.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

cierto, sin embargo esta disminución en el monto no explica por completo la reducción de 39 puntos porcentuales que han tenido estos flujos.

**GRÁFICA 1.3 Estructura de los Flujos de Capital 1990-1998**  
Por ciento



Fuente: BM Global Development Finance, 1999 y 2001.

El principal factor de este fenómeno radica en las altas tasas de crecimiento que han presentado los flujos privados.<sup>28</sup> Algunos de los factores que explican el comportamiento de los flujos privados de capital ya han sido mencionados previamente, sin embargo, existen otros como son: la desregulación de los mercados financieros tanto en los países desarrollados como en los emergentes, el desarrollo de nuevas tecnologías; las cuales permiten una más rápida movilización de los recursos, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros; específicamente los llamados productos financieros derivados, los cuales se caracterizan por su alto grado de apalancamiento y por su utilidad para cubrirse en contra de posibles riesgos, el crecimiento de los inversionistas institucionales y el mayor conocimiento que los grandes inversionistas tienen sobre los mercados emergentes.

<sup>28</sup> En 1991 la tasa fue de 37.8%, alcanzando un máximo en 1993 (69.9%) y disminuyendo en 1994 (6.6%). Posteriormente en 1996 se recuperó (36.9%) sin embargo con los problemas de Asia y Brasil en 1998 la tasa de crecimiento volvió a descender (-24%).

Dentro de los flujos privados de capital, la IED tiene un papel prioritario no sólo por los volúmenes que han llegado a los países en desarrollo sino también por la estabilidad de los mismos. Es una variable que a excepción de lo ocurrido en 1998, siempre ha presentado tasas de crecimiento positivas. Ahora bien, los flujos de capital que llegan por medio del mercado internacional de capitales presentan comportamientos menos estables, es decir, sus tasas de crecimiento pueden ser muy grandes en un año y al año siguiente pueden presentar tasas de crecimiento negativas de magnitud semejante. Los últimos flujos están compuestos, en lo esencial, por flujos de deuda<sup>29</sup> y por flujos que van dirigidos a la adquisición de acciones. Estos son los flujos que presentan menor estabilidad.

**CUADRO 1.5 Flujo Neto de Recursos de Largo Plazo Para Países en Desarrollo, 1990-1998**  
Miles de millones de dólares

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Flujos Netos de Recursos	100.8	123.0	155.8	220.4	223.7	261.2	311.2	342.6	334.9	264.5	295.8
Flujos Oficiales	56.9	60.9	56.5	53.6	48.0	55.1	31.9	42.8	54.6	45.3	38.6
Flujos Privados	43.9	62.1	99.3	166.8	175.7	206.1	279.3	299.8	280.3	219.2	257.2
del Mercado Internacional de Capitales	19.4	26.3	52.2	100.2	85.6	99.1	147.8	127.2	103.5	33.8	79.2
Flujos Privados de Deuda	15.7	18.8	38.1	49.2	50.5	63.0	98.7	97.0	87.9	-0.6	31.3
Bancos Comerciales	3.2	5.0	16.2	3.4	8.7	30.5	33.7	45.2	50.0	-24.6	0.7
Bonos	1.2	10.9	11.1	36.6	38.2	30.8	62.5	49.0	40.9	25.4	30.3
Otros	11.4	2.8	10.8	9.2	3.6	1.7	2.4	2.7	-3.0	-1.6	0.3
Flujos de Portafolio (acciones)	3.7	7.6	14.1	51.0	35.2	36.1	49.2	30.2	15.6	34.5	47.9
Inversión Extranjera Directa	24.5	35.7	47.1	66.6	90.0	107.0	131.5	172.6	176.8	185.4	178.0

Fuente: BM *Global Development Finance*, 1999, p. 24 y 2001, p. 36.

Como se aprecia en el Cuadro 1.5, los flujos de deuda presentan comportamientos positivos desde 1990 hasta 1997, disminuyendo considerablemente en 1998 (casi 45%). Mientras que los flujos en acciones presentan más altibajos. Tanto en 1994 como en 1997 y 1998 presentaron serias reducciones, en el último año regresaron al nivel que tenían en 1992 (14.1 miles de millones de dólares),<sup>30</sup> años especialmente difíciles para los mercados emergentes ya que se vieron afectados por las turbulencias de México, Asia, Rusia y Brasil.

Por lo mismo, es en estos años cuando la participación de los flujos provenientes

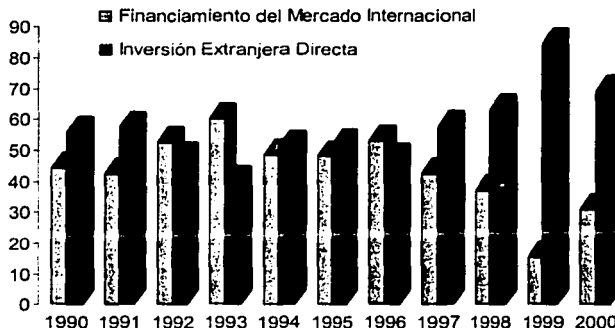
<sup>29</sup> Los flujos de deuda están compuestos por préstamos bancarios, bonos y algunos otros.

<sup>30</sup> En 1995 el monto de flujos invertidos en acciones fue muy similar al de 1994, lo cual es consecuencia de crisis de la economía mexicana que comenzó en diciembre de 1994.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

del mercado internacional de capitales disminuye su participación dentro del total de flujos privados. En la Gráfica 1.4 se alcanza a notar un leve predominio de los flujos de inversión extranjera directa sobre los flujos financieros, sin embargo los flujos financieros no están muy lejos de corresponder al 45% del total de flujos privados durante la presente década, situación ciertamente distinta a la que se presentó en los 70's y 80's.

**GRÁFICA 1.4**      **Composición de los Flujos Privados de Capital de Largo Plazo 1990-1998**  
Por ciento



Fuente: BM Global Development Finance, 1999 y 2001.

Los períodos en los que los flujos del mercado internacional fueron superiores a los de IED, se deben a que las tasas de crecimiento de los primeros fueron superiores a las de los segundos, en los años de 1992 y 1993 se presentan los crecimientos más importantes de los flujos financieros, dicha tendencia se vio interrumpida por la crisis mexicana y sus efectos de contagio sobre el resto de los mercados emergentes, principalmente en América Latina.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

# CAPÍTULO 2

## DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITAL.

### INTRODUCCION.

Sin iugar a dudas, la caída de Bretton Woods es un factor importante en la explicación de los movimientos de los capitales, aunque, no es la única. La vinculación financiera que hemos estado presenciando juega un papel importante en éste fenómeno. Dicha vinculación ha sido posible, principalmente, debido al desarrollo de la tecnología y a la aplicación de las telecomunicaciones al sector financiero, es decir, el hecho de que en la BMV se pueda conocer a tiempo real los sucesos de la bolsa de Nueva York o de cualquier otra plaza financiera, permite que las decisiones de recomposición de las carteras de los grandes inversionistas se agilicen y por supuesto, la transferencia de los recursos también. Existen diversos factores que han promovido la afluencia de los capitales, los cuales iremos explicando conforme avance el trabajo.

Ante los grandes desequilibrios que provocan los flujos de capital, como los que hemos presenciado en las últimas dos décadas, la primer idea que podríamos tener para evitar los problemas que generan, es la de no permitir la entrada de los capitales. Sin embargo, la entrada de capitales es necesaria (indispensable quizás) para México, es precisamente éste rubro el que permite financiar el déficit que en cuenta corriente es característico en nuestra economía. Sabemos gracias al enfoque absorción que:



$$M - X = (C + I + G) - Y$$
<sup>31</sup>

es decir, si la absorción es mayor al producto, tenemos un déficit en cuenta corriente, el cual debe de ser financiado de alguna forma, esa forma es por medio de recursos externos y tales recursos externos se registran a través de la cuenta de capital. Las partidas más importantes de la cuenta de capital son la de préstamos y la de inversión extranjera, tanto directa como de cartera.

El problema, no reside en tener déficits en la cuenta corriente, ya que nuestras importaciones podrían ser del equipo y maquinaria que nos permitirían tener un crecimiento importante a mediano y largo plazo, de tal forma que se generen los recursos necesarios para el pago de los capitales que se obtienen en el presente. En otras palabras, los recursos externos son una forma de financiar el crecimiento y de complementar el ahorro interno.

El problema real se presenta cuando el financiamiento está basado excesivamente en recursos externos de corto plazo (inversión extranjera de cartera) y cuando el grueso de las importaciones es de bienes que no están destinados a aumentar la capacidad productiva del país, sino orientados al consumo. Cuando los recursos que llegan a México no son utilizados de manera correcta, estallan los problemas estructurales de la economía.

Por otra parte, uno de los motivos más importantes por los cuales resulta relevante conocer cuáles son los factores que motivan a los flujos de capital para ir de un país a otro se debe a que de esa forma los gobiernos pueden estimular la entrada de ellos. La prevalencia de factores internos o externos (aquellos únicamente vinculados con las tasas de interés) ha tenido diferentes efectos en el volumen y en la composición así como en la sustentabilidad o persistencia de los flujos de capital privado y en los efectos sobre la salud de la economía que recibe dichos capitales.

Tal como lo describe De La Dehesa (1994) en los casos en los que han predominado los factores externos, como determinantes de los flujos de capital, éstos flujos han sido en forma de recursos de corto plazo y por ello son sumamente inestables y al final de cuentas han creado un calentamiento de la economía interna. En los casos en los que

---

<sup>31</sup> Donde, X: exportaciones de bienes y servicios factoriales y no factoriales, M: importación de bienes y servicios factoriales y no factoriales, Y: ingreso nacional a precios de mercado incluyendo la depreciación, C: consumo de bienes y servicios de las familias, I: inversión pública y privada incluyendo inventarios y G: gasto en bienes y servicios por parte del gobierno.

predominaron razones estructurales internas, no sólo se ha logrado evitar el calentamiento sino que la afluencia de capital ayudó a lograr estabilidad macroeconómica y en general los flujos resultaron más viables y permanentes.

Por último, cuando el factor que le está dando a un país la ventaja sobre otros es exclusivamente la tasa de interés nominal resultado de la política económica, el tipo de recursos que llega a aquella economía tiende a ser especulativo e inestable, por lo que tiene un impacto raquítico sobre la inversión real y el crecimiento económico interno y sólo origina un aumento en el nivel de reservas internacionales en el Banco Central.

Éste último fenómeno sólo tiene relevancia cuando el país en cuestión tiene un esquema cambiario donde el tipo de cambio es fijo o con deslizamientos graduales, ya que la acumulación de reservas refuerza la credibilidad de sus políticas económicas y disminuye los riesgos por devaluación.

## **2. TEORIAS RECIENTES.**

Debido a que el periodo de entradas masivas de capital a economías en desarrollo coincidió con un periodo que se caracterizó por las bajas tasas de interés en el mercado internacional y por las reformas económicas que se llevaron a cabo en tales países, se ha presentado un debate respecto a los principales factores que explican el fenómeno de flujos de capital en la década de los 90's.

En el presente capítulo, se presentan algunas de las teorías mas recientes que brindan una explicación del porque los capitales han fluido hacia las economías emergentes en la última década.

Se han clasificado las diversas teorías en tres grupos:

1. Investigaciones que consideran que los flujos de capital tienen su explicación en factores externos a las economías nacionales, factores que no forman parte del instrumental de las autoridades en materia económica, factores tales como las tasas de interés de los países desarrollados (Estados Unidos) y el nivel de actividad económica de las economías industrializadas. De acuerdo a los analistas, un aumento en las tasas

de interés internacionales provocaría que los flujos regresaran a los países industrializados.

2. Investigaciones que relacionan fuertemente los flujos de capital con las variables económicas internas, es decir, son los factores internos los que influyen y determinan los movimientos de los capitales. Los factores internos son aquellos que están a la mano de las autoridades económicas para influir en el nivel de actividad económica. De acuerdo a esta interpretación, las políticas económicas exitosas son la clave para asegurar la sustentabilidad de las entradas de capital en el futuro.
3. Investigaciones que consideran que tanto los factores internos y específicos de un país como los factores externos o globales son los determinantes de los flujos de capital.

Es particularmente importante distinguir entre los factores internos y externos que propician la entrada de capitales. Los factores externos son aquellos que no están relacionados con las políticas que se siguen en los países en cuestión. Para economías pequeñas, ejemplos de tales factores son: disminución en las tasas de interés internacionales y una recesión en el resto del mundo, la cual podría ser acompañada por una disminución en las oportunidades de ganancia en los principales centros financieros. Como ambos ejemplos lo sugieren, es probable que estos factores tengan un importante componente cíclico reversible. Los factores internos son aquellos que están relacionados con la política económica de un país. Ejemplos de políticas que podrían atraer capitales de largo plazo (posiblemente en la forma de inversión directa) son (1) programas exitosos de estabilización de precios, los cuales podrían estar acompañados por mejoras en los saldos de las finanzas públicas y estabilidad macroeconómica y (2) políticas que aumenten la tasa de rendimiento doméstica esperada de los proyectos de inversión, sin embargo, las políticas también pueden atraer capital de corto plazo de naturaleza altamente volátil. Un ejemplo de tales políticas es la implementación de un conjunto de programas de liberalización comercial y de estabilización de precios no creíbles (lo cual podría propiciar un boom en el consumo y por lo tanto un aumento en la deuda internacional en el corto plazo).

Hay que hacer una consideración muy importante, en los estudios que a continuación se mencionan, los autores de un grupo, no ignoran la influencia de los

**factores ajenos a su grupo, sino simplemente consideran que los factores que ellos destacan son los que explican en mayor medida y de mejor forma los flujos de capital, aunque recalcan que no son los únicos.**

**A continuación se analizan algunos de los trabajos más representativos de cada uno de los tres grupos.**

## **2.1 ENFOQUES SOBRE LOS FACTORES EXTERNOS.**

### **2.1.1 Causas de los Flujos de Capital.**

Uno de los trabajos clásicos que apoyan o atribuyen los flujos de capital principalmente a cuestiones externas es el realizado por Calvo, Leiderman y Reinhart (1994).

Al iniciar el documento, los autores comentan que la reciente entrada masiva de capitales (1990-1994) fue inicialmente atribuida a los avances internos de algunas economías en desarrollo que presentaron un fuerte desenvolvimiento económico, destacando los relacionados con la política económica interna. Por ejemplo, los programas efectivos en el control de la inflación pueden reducir el riesgo macroeconómico y estimular la entrada de capitales, inclusive un resultado similar puede originarse a partir de la introducción de reformas institucionales, tales como la liberalización de los mercados de capitales domésticos y la apertura comercial.

Además se reconoce que existieron algunas tendencias y factores que interactuaron a inicios de los 90's para hacer de los países en desarrollo un territorio fértil para la reanudación de los préstamos internacionales.

Primero, la disminución sostenida de las tasas de interés en el mundo junto con una recesión en algunos países industrializados condujo a los inversionistas a invertir en los instrumentos financieros que presentaban altos rendimientos y en los países con mejoras económicas en América Latina y Asia.

Segundo, se ha venido presentando una tendencia de diversificación de las inversiones en los principales centros financieros. Como también lo señalan Fabozzi y Modigliani (1996), en la economía mundial se está viviendo un proceso de institucionalización de las inversiones en los mercados de valores, esto se refiere a que en la actualidad los inversionistas que mueven grandes cantidades de capital no son agentes individuales, sino que son instituciones financieras tales como las compañías de seguros los fondos de pensión, las sociedades de inversión, etc., éste fenómeno ha conducido a los gerentes de estas instituciones a buscar nuevos mercados de tal forma que se diversifiquen y se mitiguen los riesgos de las inversiones.

Tercero, algunos países comenzaron a adoptar políticas monetarias y fiscales sanas, así como reformas orientadas al mercado, las cuales han incluido la liberalización comercial y del mercado de capitales.

Sin embargo, uno de los argumentos de los autores para disentir de aquella idea es que con el tiempo el fenómeno de las entradas masivas de recursos fue bastante amplio, afectando a países con muy diversas características en cuanto a sus políticas económicas y niveles de desarrollo. Por lo que para Calvo y compañía, este fenómeno sugiere la existencia de factores globales muy importantes y que resultan determinantes. Es decir, argumentan que si las condiciones internas de los países en desarrollo fueron los determinantes de los flujos de capital, entonces, sólo los países que hallan adoptado ciertos regímenes económicos o que hallan efectuado reformas económicas orientadas a garantizar los rendimientos del capital financiero serían los que debieron recibir aquellos capitales, sin embargo, en el momento en el que los capitales fluyeron hacia países que no habían efectuado tales reformas, la presencia de factores externos y no inherentes a las economías nacionales son los que pueden explicar tal comportamiento.

Para apuntalar su teoría, los autores, señalan que a inicios de la década de los 90's, las tasas de interés de los Estados Unidos estuvieron disminuyendo de manera constante, hasta que en 1992 alcanzaron su nivel más bajo desde inicios de los 60's. Además en el mismo período, algunos de los países industrializados presentaron una recesión económica la que provocó que las oportunidades de obtener ganancias en los países en desarrollo parecieran, relativamente, más atractivas. Ante esta situación, los capitales invertidos en los países industrializados salieron hacia los países en desarrollo con la idea de obtener mejores beneficios.

Por otra parte, las menores tasas de interés de Estados Unidos, mejoraron el perfil crediticio de los países endeudados, reduciendo el riesgo de incumplimiento. Tal fenómeno se vio reflejado en el acceso al mercado internacional de capitales de algunos países en desarrollo.

Debido a que la mayoría de los países tienen altos niveles de endeudamiento y a que su deuda está en dólares (por lo menos en América Latina), una disminución de la tasa de interés de los Estados Unidos disminuye su carga financiera, los pagos por el servicio de

la deuda disminuyen, con lo que se logran liberar recursos económicos. Ante esta holgura, es posible que estén en mejor posición para hacer frente a sus compromisos.

Posteriormente, la restricción de la política monetaria de los Estados Unidos y el aumento resultante en las tasas de interés en aquel país a inicios de 1994 afectó no sólo el nivel de la deuda de los países en desarrollo, sino también, el rendimiento relativo de tales países, creando condiciones propicias para que los capitales regresaran a él.

Por su parte, Eugenia Correa (1995), comparte este punto de vista al analizar los factores determinantes del cambio de sentido de los flujos internacionales de capital hacia América Latina. En particular al examinar el efecto de la política monetaria estadounidense.

Estas tendencias se vieron agravadas por el hecho de que la participación de los flujos de cartera dentro de los flujos de capital mundial aumentó considerablemente en los últimos años. Así que los recursos que habían llegado a los países en desarrollo resultaron ser muy sensibles a las tasas de interés del exterior. En los primeros años de la década de los 90's los flujos de capital que asistieron a las economías en desarrollo fueron capitales de cartera, cuya característica principal es que son volátiles y no capitales de largo plazo (aunque si los hubo), por lo que la situación de tales países fue más sensible de lo que era anteriormente a las tasas de interés del resto del mundo.

Según Calvo y otros (1994) para las economías pequeñas las fluctuaciones en la tasa de interés internacional son un factor clave que induce o determina los movimientos de capital. Otro factor externo es el de cualquier cambio regulatorio que afecte la diversificación internacional de los portafolios de inversión en los principales centros financieros.

Al respecto Alicia Girón (1995), coincide con las conclusiones anteriores al establecer que a principios de los 90's la caída de la rentabilidad de los activos financieros estadounidenses, vinculada a la propia contracción de la economía estadounidense, así como la disminución en las tasas de interés explican en parte el cambio de sentido de los flujos de capital y su expansión a los mercados emergentes, con un acelerado ritmo de innovación y desregulación financiera. Sin embargo, como ella misma lo establece, mientras que la política económica de los Estados Unidos propicia una retirada repentina

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

de los intermediarios bancarios en el financiamiento otorgado a México vía los mercados de valores, el incremento de las tasas de interés a partir de 1994 dio lugar a un desplazamiento de los flujos de capital al mercado estadounidense.

Por otra parte, en una investigación más reciente efectuada por Calvo y Mendoza E. (1999), se investiga el comportamiento de los flujos de cartera, en el cual se establece que en un ambiente de información imperfecta la globalización de los mercados ha generado una distorsión en los mercados bursátiles, lo que reduce los incentivos para generar y procesar información respecto a ciertas variables de países específicos, razón por la cual se fortalece la tendencia a imitar el comportamiento de los portafolios de algunos de los grandes inversionistas institucionales. Ésta tendencia se presenta con mayor regularidad en los mercados emergentes.

En su investigación los autores concluyeron que debido a la falta de información de una parte de los inversionistas, la mejor estrategia que ellos tienen es seguir el comportamiento de la mayoría o de los grandes inversionistas. Ejemplos recientes de éste comportamiento están a la vista, quien puede olvidar el contagio a América Latina a partir de lo ocurrido en México en 1994, o los efectos de contagio que ocasionaron los problemas de Tailandia a varias economías del Este Asiático o el tumulto financiero ocasionado por la suspensión de pagos de Rusia en 1998. En todos estos países, parece ser que los inversionistas siguieron al mercado en vez de tomarse su tiempo para realizar su propia evaluación respecto a los fundamentales<sup>32</sup> de cada país, quizás pensando que los "portafolios de mercado" incorporaban información relevante o temiendo las consecuencias de ir en contra del mercado.

Por su parte, Dooley (1997) argumenta que un shock externo común para las economías en desarrollo generó grandes entradas de capital a los mercados de Asia y América Latina después de 1989, sin embargo, reconoce la importancia de los factores internos al comentar que los factores internos determinan el momento de los ataques especulativos lo que generaría grandes salidas de capital. El modelo desarrollado por Dooley establece un conflicto entre el deseo de tener un gobierno restringido en términos

---

<sup>32</sup> Ver pie de página 18.



de crédito lo que los impulsa a mantener reservas como una especie de auto-seguro y el deseo de asegurar los pasivos financieros emitidos por los residentes. Estos ingredientes proveen una secuencia de entradas de capital-crisis factible.

La disponibilidad de seguros gratuitos aumenta el rendimiento de mercado del conjunto de pasivos emitidos por los residentes. Este diferencial en los rendimientos genera una entrada bruta de capitales privados (una venta de pasivos domésticos a no residentes) que continúa hasta el día del ataque especulativo. Cuando las reservas del gobierno son igualadas por los pasivos asegurados, el rendimiento de los pasivos internos se reduce por debajo del rendimiento del mercado por lo que los inversionistas venden los activos asegurados al gobierno, reduciendo a cero sus reservas.

Básicamente es el seguro del gobierno sobre los pasivos privados lo que detona la entrada de capitales a las economías emergentes en la investigación de Dooley.

Fernández-Arias (1994), establece que en trabajos como el de Chuhan y otros (1993) la calidad crediticia de los países en desarrollo parece haber jugado un papel destacable en la conclusión sobre la importancia de los factores internos, sin embargo, Fernández-Arias cuestiona la relación que existe entre la calidad crediticia de un país y sus fundamentales argumentando que los factores externos tienen un impacto sustancial en la calidad crediticia, ya que esta es un canal mediante el cual las economías están expuestas a los shocks externos.

La idea de la que se parte para relacionar la calidad crediticia con los factores externos es la percepción de que este parámetro puede ser reflejado por el valor presente de los recursos disponibles para los pagos externos. La naturaleza del valor presente implica la sensibilidad respecto a la tasa de descuento de los inversionistas, la cual es un factor externo.

Los resultados muestran que para un país "típico" (de la muestra) la mejora en el clima de la inversión doméstica ha sido significativa y ha tenido una contribución marginal en la atracción de flujos de portafolio (12%), por lo que aún si no se hubiera presentado una mejora en el clima de la inversión habríamos presenciado una entrada masiva y generalizada de flujos de portafolio. Respecto a la mejora en la calidad crediticia, esta

contribuyó con un 25% mientras que la caída en las tasas de interés internacionales aportó un 63%.

Una vez que desagrega la "calidad crediticia" en términos de los factores internos y externos concluye que el 86% de las entradas de capital se debió a la disminución de las tasas de interés en los mercados internacionales.

Hay que destacar que dentro de los países que conforman su muestra son tres los que no se ajustan a los resultados mencionados: Corea, Argentina y principalmente México. De acuerdo a su análisis, en estos países los factores internos son lo que explican en mayor medida las entradas de recursos a sus respectivas economías.

Por otra parte, de acuerdo con la teoría neoclásica, la utilización de los factores de la producción presenta rendimientos decrecientes conforme aumenta el monto que se utiliza de ellos, es decir, que las unidades adicionales de recursos, en este caso de capital, tienden a tener un rendimiento cada vez menor conforme más capital se tiene (en un país). Razón por la cual los flujos de capital deberían de ir en un sentido; desde los países con altos niveles de capital (con un stock de capital grande) hacia los países con niveles relativamente bajos de capital, es decir, desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo, con la finalidad de obtener el mayor rendimiento posible.

Los países industrializados cuentan con sociedades que poseen niveles de vida y de ingreso, ciertamente, elevados, lo cual se debe a que históricamente han contado con altas dotaciones de capital, el cual han sabido poner a trabajar para que les reditue altas ganancias. Estas sociedades cuentan con altos niveles de capital, razón por la cual el rendimiento que obtienen es bajo, en cambio, en los países en vías de desarrollo donde el capital escasea, los rendimientos que se ofrecen por el mismo son más elevados que aquellos que se pueden obtener en las economías desarrolladas. Este razonamiento nos conduce a la conclusión de que los flujos de capital deben fluir desde los países industrializados hacia los países subdesarrollados, en la búsqueda de mayores tasas de rendimiento.

## 2.1.2 Crítica a las Teorías de los Factores Externos

El argumento más importante mediante el cual los defensores de los Factores Externos justifican su postura en torno a los determinantes de los flujos de capital es el manejo por Calvo, Leiderman y Reinhart (1994) en el sentido de la amplitud que tuvo el fenómeno de los flujos de capital. Este grupo de autores defiende la tesis de que los determinantes de los flujos de capital son, principalmente, de orden externo. La manera en la que argumentan su punto de vista es mediante la desacreditación de los argumentos a favor de la tesis que apoya a los factores internos; principalmente reformas económicas y programas de control de precios. Es decir, si los factores internos fueran la respuesta acerca de los determinantes de los flujos de capital, sólo aquellos países que adoptaron medidas o reformas económicas tendientes a la liberalización comercial y financiera y que adoptaron programas creíbles de control de precios hubieran sido los beneficiados con la entrada de capitales a sus respectivas economías.

Sin embargo, argumentan, la entrada de capitales a las economías emergentes fue un fenómeno mucho más amplio que abarcó no sólo a países que habían emprendido cambios estructurales en sus economías sino también a países con muy diversos regímenes políticos, sociales y principalmente económicos. Esta diversidad de regímenes es, básicamente, la que los lleva a pensar sobre la existencia de factores externos y ajenos a las economías emergentes que resultaron ser los "verdaderos" determinantes de los flujos de capital a estas economías a principios de los 90's.

Si bien es cierto que el fenómeno de los flujos de capital incluyó a muy diversos países y que fue más allá de las economías que implementaron reformas, también es cierto que no todos se beneficiaron de igual forma, es decir, los flujos no asistieron en montos iguales a todos los países.

Hay que tener muy en claro que la mayor parte de los flujos de capital de inicios de los 90's tuvo como destino pocos países en desarrollo, es decir, los flujos estuvieron muy concentrados. Las 12 economías que recibieron la mayor cantidad de recursos, lograron captar el 78% del total. Entre los países con mayor captación destacan tres latinoamericanos; México, Argentina y Brasil.

**CUADRO 2.1 Principales Destinatarios de los Flujos Privados de Capital: 1990-93.**

País	Total mmd	Porcentaje del total	
		Inversión de cartera	Inversión extranjera directa
México	52.8	66	34
China	49.2	38	62
Argentina	24.5	51	49
Corea	22.9	100	0
Indonesia	22.3	73	27
Malasia	19.2	28	72
Turquía	19.0	83	17
Singapur	18.2	15	85
Tailandia	18.1	68	32
Hungría	14.7	62	38
Brasil	14.4	90	10
Hong Kong	13.6	100	0

Fuente: De La Dehesa, Guillermo. La Reciente Afluencia Masiva de Capital Privado Hacia los Países en Desarrollo: ¿Es Viable? Conferencia Per Jacobson, Madrid, 1994, p. 5.

Dados estos niveles de concentración de los flujos, la idea de que los Factores Internos fueron en gran medida los determinantes de los flujos de capital se fortalece. No hay que olvidar que estas economías latinoamericanas estuvieron sujetas a programas de cambio estructural y de control de precios (aunque distintos entre si).

Otro de los argumentos esgrimidos por parte de los defensores de los Factores Externos es que la disminución de las tasas de interés internacionales creó mejores condiciones para hacer frente a los pagos de la deuda, es decir, aligeró la carga de la deuda y mejoró su capacidad de pago lo que les permitió acceder nuevamente al mercado internacional de capitales. Sin embargo, este acceso también fue limitado ya que fueron pocos países los que lograron beneficiarse de este hecho.

A partir del Cuadro 2.2 podemos observar la alta concentración de la emisión de bonos en el mercado internacional de capitales por parte de los mercados en desarrollo, en otras palabras, fueron pocos los países tanto de Asia como de América Latina los que accedieron de manera "exitosa" a este mercado.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

Durante el periodo 1990-1994, tres países de Asia (China, Hong Kong y Corea) concentraron el 65% del total de recursos captado por el continente, mientras que en América Latina, Argentina, Brasil y México, captaron el 88% del total de la región.

La mayor capacidad de pago de las naciones en desarrollo ocasionada por las bajas tasas de interés internacionales no fue suficiente para que todas las economías accedieran al mercado internacional de capitales, sino que tuvieron que existir algunos factores internos que les permitieran, a unos cuantos países, acceder a este mercado.

**CUADRO 2.2 Emisión Internacional de Bonos por Parte de los Países en Desarrollo 1990-1994.**  
(Millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994
Países en Desarrollo	6,335	12,838	23,780	59,337	57,597
Africa	90	236	725		2,492
Asia	1,630	3,000	5,917	20,401	29,639
Europa	1,856	1,960	4,561	9,638	3,542
Oriente Medio		400		2,002	3,201
América Latina	2,760	7,242	12,577	27,296	18,723
China		115	1,359	3,047	4,077
Hong Kong	66	100	185	5,887	5,850
Corea	1,105	2,012	3,208	5,864	6,348
Argentina	21	795	1,570	6,233	5,319
Brasil		1,837	3,655	6,679	4,036
México	2,477	3,782	6,100	10,683	7,394

Fuente: FMI *International Capital Markets*, agosto 1995, p. 42.

Por otra parte, resulta sobresaliente el comportamiento de China y Hong Kong, la tasa de crecimiento de la colocación de bonos en el mercado internacional aumentó rápidamente. En la actualidad, Hong Kong ha pasado a ser parte de China lo cual acentúa su importancia como centro financiero a nivel internacional. Esta posición de China ha venido consolidándose a través del tiempo. Si tomamos en cuenta su crecimiento de alrededor del 7% anual y que tiene una población de más de 1,200 millones de habitantes, China apunta para ser una potencia en un plazo no muy lejano.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

## 2.2 ENFOQUES SOBRE LOS FACTORES INTERNOS.

En la investigación de Jaime Ros (1993), se documenta el nuevo entorno institucional y externo en el que se desarrolló el período de entradas masivas de capital en México (1989-1994) y analiza la naturaleza y los determinantes de los flujos. Su principal objetivo fue el evaluar el papel jugado por los distintos factores en el origen de ésta etapa.

Ros considera que el retorno, especialmente de México, a los mercados internacionales de capital ha sido interpretado como una respuesta positiva por parte de los inversionistas ante los procesos de reforma económica y de ajuste estructural que el país emprendió desde inicios de los 80's.

Para el autor, existían tres fuentes de riesgo para quienes toman las decisiones de política económica:

- 1) La primera tenía que ver con medidas que conducían a la apreciación real de la moneda y/o a una mayor volatilidad del tipo de cambio, ya que ello provoca que los flujos de capital tengan efectos adversos sobre el sector exportador, generando de esta forma nuevos problemas de ajuste para el mediano plazo.
- 2) El segundo aspecto, se relaciona con otra de las consecuencias de la apreciación cambiaria. Si los flujos se concentran en activos financieros de alta liquidez, el proceso de reajuste del tipo de cambio real tendría que realizarse en condiciones de fragilidad económica y podría verse acompañado por una crisis cambiaria.
- 3) Finalmente, cuando los flujos de capital son masivos y con una distribución en el tiempo muy anormal no pueden ser intermediados eficientemente, por lo que se realiza una mala asignación de recursos entre consumo e inversión, activos reales y financieros y entre distintos sectores económicos.

Estas fuentes de riesgo, son consideradas como tales toda vez que su existencia ocasiona inestabilidad e incertidumbre en el país lo que podría originar que los capitales salieran de la economía. Éstas fuentes tienen que ver con decisiones que toman quienes llevan las riendas económicas del país, razón por la cual los inversionistas externos están pendientes de los factores internos de la economía.

La forma en la que Ros justifica la importancia de los factores internos para explicar la afluencia de los flujos de capital a México, es por medio de comparar las

condiciones que imperaban antes de que se iniciara la oleada masiva de capitales con las condiciones de la primera mitad de la década de los 90's.

Básicamente se destaca que la entrada de capitales al país se llevó a cabo en escenarios muy distintos, tanto a nivel económico como institucional, debido a la reforma estructural y a los programas de estabilización. Entre los factores más importantes se destacan: (1) el programa de privatizaciones, principalmente la venta de Telmex y de las instituciones bancarias, (2) la nueva reglamentación de la inversión extranjera, (3) los programas de apertura de los mercados financieros (de capitales y de dinero) a la inversión extranjera, (4) el acuerdo Brady de reestructuración y alivio de la deuda externa y (5) los cambios anticipados originados por el TLC.

Finalmente una de las conclusiones más importantes del documento de Ros es que: "junto al carácter excepcional del episodio actual [1989-1993], el ejercicio sugiere claramente que los factores externos propiamente dichos no han jugado un papel importante en el periodo reciente (1993). La reducción de la tasa de interés externa y la de la prima de riesgo exógena, asociada a la mejora en los términos de intercambio (ajustados por tasas de interés internacionales) tienen en conjunto un impacto relativamente pequeño: menos del 7% de los efectos positivos se explican por esa mejora del entorno externo".<sup>33</sup>

Atkenson y Ríos Rull (1995) manejan un modelo con el que explican un mecanismo mediante el cual se generan las crisis de la balanza de pagos. La premisa básica del modelo descansa en la restricción o límite al endeudamiento externo que un país es capaz de sostener, toda vez que existe un nivel de deuda externa que provoca que los inversionistas no renueven sus préstamos dada su aversión al riesgo.

Plantean el caso en el que el gobierno implementa reformas estructurales o macroeconómicas que elevan la riqueza del sector privado, aumentan el consumo y crece el déficit comercial. Si las reformas son suficientemente benéficas para el sector privado con un régimen de tipo de cambio fijo, ese déficit comercial continuará aumentando hasta que el sector privado y el sector público lleguen a un límite de financiamiento internacional. Cuando esta frontera de financiamiento es alcanzada, los flujos de capital

---

<sup>33</sup> ROS. Jaime Mercados Financieros y Flujos de Capital en México, University of Notre Dame, Kellogg Institute, working paper núm 201, 1993.

foráneo se frenan y la única manera que tiene el país para continuar financiando su déficit comercial es disminuyendo las reservas del Banco Central.

Los residentes del país venderán parte de sus activos financieros para comprar dólares en el Banco Central y poder continuar con su consumo de bienes importados. En un inicio el banco central venderá las divisas, pero al darse cuenta de la magnitud del problema, al darse cuenta de que continuará perdiendo divisas mientras exista un desequilibrio en la balanza comercial no tendrá otra opción más que liberar el tipo de cambio, para detener la disminución en las reservas internacionales.

Obstfeld y Rogoff (1996) argumentan que para que el endeudamiento de los países sea sostenible, deben conservar una relación deuda externa-ingreso constante. Para lograr ello, la tasa de interés real del resto del mundo debe ser igual a la tasa de crecimiento de la economía. Si un país crece a una tasa menor a la tasa de interés internacional debe compensar el diferencial con un superávit en la balanza comercial. Si no se cumple ésta condición, la proporción deuda externa-PIB crecerá hasta que el país sufra un ataque especulativo.

Hernández y Rudolph (1995) llegaron a la conclusión de que algunos factores domésticos, como las relaciones de ahorro interno-PIB e inversión-PIB, juegan un papel muy importante en la explicación del fenómeno de las entradas masivas de capitales en la década de los 90's. Su investigación la hicieron separando a los países en desarrollo en dos categorías: (1) países que recibieron grandes flujos de capital (HCIR, aquellos que recibieron recursos equivalentes a más del 2% de su PIB de 1992) y (2) países que recibieron bajos niveles de flujos (LCIR, aquellos que percibieron en promedio menos del 2% de su PIB de 1992). Hay cuatro diferencias que saltan a la vista entre estos dos grupos de países:

1. El ahorro como porcentaje del PIB en países HCIR es superior que en los LCIR, aún los países con menor ahorro interno del grupo HCIR han ahorrado más que el promedio de los LCIR.



2. El déficit fiscal en los países LCIR es cinco veces superior al del otro grupo de naciones, consecuentemente, en promedio la inflación mensual es 1.2% mayor en los países LCIR que en los HCIR.
3. Los países LCIR muestran ser más inestables en algunos aspectos, como en el coeficiente de variabilidad de la tasa de inflación mensual, dos veces superior, así como tipo de cambio real, que también resulta ser más volátil, además el índice de riesgo político para los países LCIR es casi 11 puntos inferior al de los países HCIR.
4. Finalmente, los países en el grupo HCIR parecen contar con mayor calidad crediticia toda vez que mantienen menores niveles de endeudamiento, mayores relaciones reservas internacionales-PIB y un mejor comportamiento de sus industrias de exportación.

Los resultados empíricos sugieren que los países podrían incrementar el monto de los flujos privados de capital que reciben (como porcentaje del PIB) si ellos invierten más, si reducen su déficit en cuenta corriente mediante un aumento en su ahorro privado, si reducen sus niveles de endeudamiento, si aumentan su stock de reservas internacionales, si impulsan su industria de exportación y si reducen la volatilidad de su tipo de cambio real.

Finalmente, una última explicación de porqué los factores internos son los determinantes de los flujos de capital está relacionada con el concepto de **riesgo país**. Los países en desarrollo que han sido grandes receptores de capital, han reportado considerables disminuciones en la inflación, mayores tasas de crecimiento del producto y de las exportaciones así como mayor inversión productiva,<sup>34</sup> en el periodo previo de las grandes entradas de capital. Los ambientes macroeconómicos más estables en las economías en desarrollo han mejorado las perspectivas de los rendimientos de las inversiones en general, mientras que el crecimiento del producto y de las exportaciones, ha disminuido, en estos países, la percepción del riesgo país.

Los avances en el desenvolvimiento económico de los países en desarrollo se han basado en la adopción sistemática de programas de estabilización, liberalización

<sup>34</sup> BANCO MUNDIAL *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road To Financial Integration*, Washington, 1997.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

económica y de reformas estructurales<sup>35</sup> así como en un ambiente internacional favorable. De acuerdo al Banco Mundial, el elemento clave de los programas de estabilización ha sido el ajuste fiscal sostenido, es decir, la disminución de los altos niveles de déficit público alcanzados en los 70's y 80's. Aunque los riesgos asociados con invertir en los mercados emergentes son aún relativamente altos, las reformas estructurales están contribuyendo a disminuirlo y a mejorar las tasas de rendimiento esperadas.

El riesgo país es uno de los factores que los inversionistas toman en cuenta al momento de realizar inversiones en instrumentos financieros mexicanos. Cuando el gobierno mexicano emite bonos internacionales (colocación de bonos en la bolsa de valores de algún país distinto a México), los inversionistas comparan el redimiendo que ofrecen los valores del gobierno con la calificación de riesgo país<sup>36</sup> que algunas calificadoras de valores como Standard & Poors y Moody's le brindan a México.

### **2.3 ENFOQUES SOBRE LOS FACTORES EXTERNOS E INTERNOS.**

En el trabajo realizado por De La Dehesa G. (1994), también se trata de explicar cuáles son los determinantes de los flujos de capital (1990-1993), sin embargo, en dicho documento el autor no toma partido sobre que clase de factores son los más importantes sino que simplemente expone sus explicaciones y las divide en factores internos y externos, éste autor reconoce la importancia de ambos tipos de factores y a continuación resumo los argumentos que explican la intervención de las cuestiones globales en la determinación de los movimientos de capital.

1. El primer factor que resalta el autor es el que se refiere al fuerte descenso en las tasas de interés de corto plazo (a inicios de la década de los 90's), tanto en dólares como en otras monedas, es decir, que no sólo los Estados Unidos disminuyeron sus rendimientos sino otros países industrializados. Para el caso de los Estados Unidos, sus rendimientos

<sup>35</sup> Aunque de acuerdo con Arturo Huerta G. los problemas de Asia se derivaron de la liberalización financiera y de las políticas anexas (contracción monetaria y fiscal) ya que éstas políticas no aseguraban los niveles de ingreso y de pago para cubrir los créditos recibidos. HUERTA, A. La Globalización, Causa de la Crisis Asiática y Mexicana, Ed. Diana, ed. 1ª, 1998.

<sup>36</sup> Una calificación determinada, representa la opinión y riesgo relativo, de la capacidad e intención del emisor de un título colocado en un mercado de valores, de efectuar sus pagos precisamente en los plazos acordados.

fueron los menores desde la década de los 60's, lo cual permitió reducir el servicio de la deuda externa de los países en desarrollo y ayudó a mejorar la solvencia y su calificación crediticia. Es importante destacar que esta situación creó condiciones favorables para los países endeudados, ya que al disminuir el costo de la deuda externa, se les permitió liberar recursos de aquel destino, recursos que bien pudieron ser utilizados por algunos países para reducir sus desequilibrios fiscales y para estar en mejores condiciones de reestructurar los pasivos de la deuda externa.

2. Posteriormente, se menciona que la recesión económica que estaban experimentando los países industrializados, aunada a la caída en las tasas de interés, redujo el rendimiento relativo del capital financiero y el de las inversiones inmobiliarias. De esta forma el ánimo de los inversionistas por invertir en aquellos países disminuyó, por lo que los recursos se dirigieron a los países en desarrollo, principalmente hacia economías en desarrollo que habían mejorado su solvencia y que ofrecían mayores rendimientos.
3. Un tercer punto está orientado a la necesidad de financiamiento de las economías en desarrollo. La recesión de los países industrializados coincidió con un aumento en el déficit en cuenta corriente de muchos países en desarrollo, tanto de Asia como de América Latina, lo cual fue resultado de un deterioro de su relación de intercambio como consecuencia del descenso en los precios del petróleo y de otros productos básicos de estas economías, además de que las importaciones aumentaron considerablemente debido a la necesidad de modernizar el aparato productivo tras largos períodos de abandono de la inversión.
4. El cuarto punto hace referencia a la forma en la que el aumento de la competencia y el proceso de mundialización de los mercados internacionales han impulsado a algunas empresas de manufacturas y servicios de los países industrializados a trasladar sus actividades a países en desarrollo donde los costos laborales son menores. "Poco a poco las ventajas comparativas de los países se transforman en ventajas comparativas de las grandes empresas transnacionales"<sup>37</sup>, fenómeno que se acentúa gracias a la tecnología que logra tomar ubicuo<sup>38</sup> al proceso productivo y de ésta forma las

---

<sup>37</sup> IBARRA M. David "Globalización, Moneda y Finanzas", en El Mercado de Valores, NAFIN, 1998, p. 5.

<sup>38</sup> Se refiere a que con la tecnología actual, la producción de un bien se realiza en diferentes partes del mundo.

transnacionales consiguen captar los beneficios de aquellos países que hallan sido capaces de capacitar adecuadamente a la mano de obra.

5. Por último, la liberalización de los mercados financieros internacionales en los países desarrollados ha hecho posible que los prestatarios soberanos y empresas privadas de países en desarrollo accedieran a dichos mercados. *La reglamentación S y la norma 144A adoptadas en Estados Unidos constituyen buenos ejemplos de esta tendencia.*<sup>39</sup> Cuando la reglamentación de las inversiones se modifica a favor de los movimientos de los capitales, cuando disminuyen los requisitos y las trabas para transferir recursos de una plaza financiera a otra la velocidad de los movimientos de los capitales se ve incrementada considerablemente. En los Estados Unidos, los fondos de pensión y de inversión tienen ciertas restricciones respecto de los instrumentos y de los países en los que puede invertir, por lo que las medidas anteriores les permitieron invertir en algunos títulos de algunos países en desarrollo.

De acuerdo con el mismo trabajo llevado a cabo por De La Dehesa G. (1994), los factores internos tienen que ver no sólo con el grado de desarrollo financiero e industrial de los países en desarrollo, sino fundamentalmente con la política económica implementada en tales países. Una de las principales muestras que dejan ver la importancia de los factores internos radica en las diferencias que se observan entre las magnitudes de los flujos de capital recibidos por aquellos países, así como en la composición de los mismos flujos.

Una de las observaciones que me parece muy importante es la que el autor realiza respecto a los países que no llevaron a cabo el ajuste fiscal que parece ser una constante entre las variables que destaca la literatura, y que sin embargo sí recibieron fuertes montos de capital. Una de las preguntas que nos podemos hacer, es por qué aquellos países que no realizaron tal ajuste si se beneficiaron del flujo de capitales. De La Dehesa nos da una respuesta y el principal argumento señala que aquellos países que restringieron el crédito interno o que elevaron las tasas de interés internas captaron cuantiosos flujos de capital.

---

<sup>39</sup> Esta regla eximió a las colocaciones privadas de los fuertes requerimientos de la Security Exchange Commission (SEC) a fin de permitir a los inversionistas institucionales calificados comerciar en forma privada la colocación de valores sin esperar los dos años que usualmente se estipulan.

Una conclusión de ésta situación es que en alguno de éstos casos la falta de confianza en la política económica, resultante de la mala implementación de programas de estabilización de precios o de programas de liberalización del comercio exterior que no gozaban de plena credibilidad o de la carencia de los mismos, no impidió que un elevado nivel en los rendimientos nominales de los activos financieros internos impulsara la excesiva afluencia de capitales.

Labán y Larraín (1998), elaboraron un estudio para Chile y encontraron que tanto los factores externos como los internos jugaron un papel relevante en la entrada de capitales a América Latina aunque en el caso chileno algunos cambios estructurales parecen haber sido más significativos. Los factores externos son la disminución de las tasas de interés en el mercado internacional y la disminución en la tasa de crecimiento de los países desarrollados. Mientras que los internos fueron la reducción de la carga de la deuda externa y la mejor perspectiva de crecimiento para la economía así como el regreso a la democracia.

Por otra parte, en el documento de Chuhan, Claessens y Mamingi (1993), se exponen las dos teorías, la de factores externos y la de factores internos.

En el documento, se investiga sobre cuáles son los factores, tanto globales como específicos de cada país, que motivan y explican el comportamiento, flujo o dirección de los capitales ya que en años recientes diversos países en desarrollo se han beneficiado con la afluencia de los mismos. Dentro de los principales factores externos que se destacan en el trabajo de Chuhan y otros (1993), se encuentran las tasas de interés de los Estados Unidos, así como su nivel de actividad económica. De esta forma coincide con el trabajo de Calvo y otros (1994) en cuanto a la elección de las variables externas.

Una característica de este documento de trabajo, es que sólo considera los flujos de capital provenientes de los Estados Unidos, toda vez que los factores globales aquí mencionados son sucesos ocurridos dentro de la economía estadounidense y a que ésta economía es la que es capaz de influir en las tasas de interés del resto del mundo y el nivel de actividad económica mundial. Otra particularidad del trabajo es que considera o se enfoca en los flujos de capital en forma de bonos y acciones ya que son los dos conceptos

más importantes dentro de la categoría de inversión de cartera, además de que la investigación la realizan para 9 países de América Latina<sup>40</sup> y 9 países de Asia<sup>41</sup>.

El documento distingue entre los distintos tipos de flujos de capital de E.U. para permitir la distinción en los determinantes de estos flujos. El estudio se concentra en los flujos de capital de acciones y de bonos, los dos componentes de los flujos de portafolio. Por lo tanto el estudio examina los flujos de portafolio (bonos y acciones) de los E.U. hacia 9 países América Latina y 9 países de Asia.

Aunque se encontró que los factores externos, tales como la caída en la tasa de interés de los Estados Unidos y la disminución en la producción industrial de aquel país, son importantes para explicar la entrada de capitales, los factores domésticos en los países en desarrollo son al menos tan importantes como aquellos para determinar estos flujos. Cerca de la mitad del aumento explicado en los flujos hacia países de América Latina en el ejemplo, puede ser atribuido a la caída en la tasa de interés de los Estados Unidos y a la disminución en su producción industrial. En contraste, para los países de Asia se estima que los factores específicos de cada país son tres o cuatro veces más importantes que los factores globales en el momento de determinar los flujos de capital.

Por otra parte, la literatura le ha permitido a Chuhan, Claessens y Mamingi (1993) identificar algunos factores que han jugado un papel importante en la determinación de los flujos de capital, una vez que la situación especial de los países en desarrollo (endeudados) es tomada en cuenta. Primero, hay factores internos que reflejan las oportunidades y riesgos de invertir en un país. Las tasas de rendimiento del mercado de valores, las calificaciones crediticias, los precios en el mercado secundario de la deuda soberana son por lo tanto variables que influyen en los flujos de capital. La mayoría de estos indicadores ha mostrado una mejora en sus valores.

Segundo, los factores globales también pudieron haber jugado un papel importante. Las tasas de interés de corto plazo de los Estados Unidos cayeron dramáticamente, casi a la mitad desde 1988.

---

<sup>40</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Jamaica, México, Uruguay y Venezuela.

<sup>41</sup> China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán (China) y Tailandia.

Por otra parte, a modo de conclusión, es innegable la participación o papel que las tasas de interés jugaron en la determinación de los flujos de capital a economías emergentes. Es por todos conocido la influencia que las tasas de interés, principalmente las de Estados Unidos, ejercen sobre el capital financiero internacional, sin embargo, la explicación del comportamiento de los flujos de capital de inicios de los 90's dista mucho de reducirse simplemente a las tasas de interés internacionales.

Los defensores de los Factores Externos, no me parece que hayan logrado brindar una explicación convincente respecto a las distintas magnitudes y a las diferencias en la composición de los flujos de capital. A lo más, los factores externos nos pueden explicar el motivo por el cual los grandes capitales decidieron salir de las economías desarrolladas, pero no logran explicar porque estos recursos fueron a parar en su mayoría a un grupo relativamente reducido de países en desarrollo.

Ciertamente la disminución en las tasas de interés en los mercados internacionales propició que los dueños de los capitales buscaran nuevos horizontes para sus recursos, que buscaran nuevos lugares para invertir sus capitales, sin embargo, la disminución de los rendimientos externos no explica la distribución asimétrica de los capitales entre las distintas regiones. Las tasas de interés podrían explicar la salida de los capitales de los países desarrollados a principios de la década de los 90's pero no su llegada específica a ciertos países en desarrollo.

Dada esta incapacidad de los factores externos para explicar con claridad la afluencia de recursos a ciertas economías en desarrollo, son los factores internos los que debieron determinar a que países ingresarían, en su mayoría, los capitales.

Los países que implementaron programas de control inflacionario consiguieron mejorar la confianza que los inversionistas extranjeros les tenían, materializándose en una menor percepción del riesgo. En el caso mexicano la liberalización comercial mejoró las perspectivas de crecimiento de la economía, las modificaciones a la ley que regula la IED permitieron la participación de esta inversión en nuevos campos de la economía y los programas de privatizaciones ofrecieron un gran espacio para la inversión. Estos, entre otros, aspectos brindaron grandes oportunidades las cuales funcionaron como un gran imán que atrajo a los capitales.

Por último, hay que reconocer que existieron países en los que no se llevaron a cabo grandes reformas estructurales y que sin embargo si fueron partícipes de los flujos de capital (aunque no en gran medida). La explicación de este fenómeno puede estar en el hecho de que altos niveles de rendimiento financiero, implementados en este tipo de economías, pudieron haber suplido de alguna forma los cambios estructurales, aprovechando también la mejor percepción que se tenía en general sobre los mercados en desarrollo.



# ANEXO 1.

## DIVERSIFICACIÓN DEL RIESGO.

Otro de los factores que se encuentran detrás de los flujos privados de capital en la actualidad es el deseo de los inversionistas por **diversificar el riesgo de sus portafolios**. Los inversionistas pueden beneficiarse de tener acciones y otros instrumentos de ciertas empresas en los mercados emergentes debido a que los rendimientos en los mercados emergentes tienden a presentar bajas correlaciones con el comportamiento de los rendimientos en los países industrializados. Poseyendo un activo cuyo rendimiento no se halle correlacionado con el rendimiento de otro activo, los inversionistas pueden tener el rendimiento deseado de la cartera con el mínimo riesgo asociado posible a esa misma cartera de valores.

La diversificación de riesgos se basa en lo que conocemos como "La Teoría Moderna del Portafolios"<sup>42</sup>. El punto clave de ésta teoría radica en la disminución del riesgo conforme se aumenta el número de activos en una cartera, siempre y cuando sus rendimientos no estén perfectamente correlacionados. Es decir, supongamos que poseemos una cartera compuesta por bonos y acciones, dado que en condiciones normales no se comportarán negativamente en la misma época del año, el mal comportamiento de un instrumento será compensado con el comportamiento positivo del otro instrumento. De ésta forma, el comportamiento de la cartera, en conjunto, será más estable de lo que serían cada uno de los instrumentos individualmente. Entonces la diversificación habrá reducido el riesgo.

Sobre la base de ésta teoría, los inversionistas institucionales han destinado recursos hacia los países emergentes, ya que los rendimientos en estos mercados y en los mercados de los países industrializados no presentan altas correlaciones, por lo cual son un buen vehículo para diversificar el riesgo. Las oportunidades de diversificación del portafolio que

---

<sup>42</sup> El estudio de las correlaciones entre los mercados guiaron a Harry Markowitz, en 1952, a desarrollar lo que el llamó "varianza-media", estructura para el análisis del riesgo de inversión. WALMSLEY, J. New Financial Instruments, Ed. John Wiley & Sons Inc. ed. 2ª, 1997.

ofrecen los mercados emergentes son un fenómeno relativamente nuevo asociado con la profundización de los mercados de capitales de la década de los 90's.<sup>43</sup>

Si bien es cierto que el riesgo de una cartera se puede disminuir este no desaparece. En un estudio realizado por Wayne Wagner y Sheila Lau<sup>44</sup>, se encontró que aproximadamente el 40% del riesgo en el mercado de acciones individuales se elimina formando carteras seleccionadas fortuitamente de 20 acciones. Sin embargo, si escogemos de mejor manera los valores que integran la cartera de acuerdo con sus grados de correlación, podemos disminuir aún más el riesgo, hasta afrontar sólo el riesgo del mercado. Encontraron también que la diversificación adicional produce una reducción en el riesgo, el cual disminuye rápidamente con una mejora sólo ligera cuando la cantidad de valores es aumentada más allá de diez valores y una baja rápida en el riesgo total de la cartera cuando las carteras son expandidas de uno a diez valores. Éste par de descubrimientos han permitido entender de manera más amplia el funcionamiento de la teoría del portafolio, así como a comprender que hay algunos riesgos que pueden ser eliminados por medio de la diversificación de la cartera, mientras que otros no pueden serlo.

Tanto los valores individuales como las carteras están sujetos a dos tipos de riesgos, los cuales se conocen como: 1) riesgo no sistémico y 2) riesgo sistémico o riesgo de mercado. El primer tipo de riesgo es aquel que no está en relación con los sucesos del mercado, sino que depende de las cuestiones particulares que afectan a la empresa que emite los valores o las acciones. Como por ejemplo, una disminución repentina de las ventas del sector de la empresa, un aumento en los precios de los insumos de la misma empresa etc. Éste tipo de riesgo en particular es el que si puede ser eliminado por medio de la diversificación.<sup>45</sup>

El segundo tipo de riesgo, el sistémico, es aquel que no es posible eliminar por medio de la diversificación. Éste riesgo es el que proviene del mercado, es decir, es el

---

<sup>43</sup> WALMSLEY, J. New Financial Instruments, Ed. John Wiley & Sons Inc. ed. 2ª, 1997, p. 89.

<sup>44</sup> FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco y FERRI, Michael G. Mercados e Instituciones Financieras, Ed. Prentice Hall, 1996, p. 277.

<sup>45</sup> Teóricamente el riesgo no sistémico puede ser eliminado por completo por medio de encontrar un gran número de ciertos instrumentos que no se hallaran correlacionados, sin embargo, dicha situación no es común en los mercados financieros reales ya que los valores se encuentran correlacionados en algún grado.

riesgo al que todos los instrumentos o valores que se negocian en el mercado están expuestos por el simple hecho de estar en él.

La diversificación de riesgos es una herramienta por medio de la cual los inversionistas tratan de disminuir los riesgos no sistémicos, para lo cual invierten en los mercados emergentes (cuyos rendimientos no se encuentran tan altamente correlacionados con los rendimientos de los países desarrollados, lo que a la postre propicia que los flujos de capital fluyan hacia estos países emergentes).

La diversificación de las inversiones en distintos instrumentos de los mercados de valores es un factor importante para explicar, en parte, el comportamiento de los flujos de capital en la década de los 90's. El fenómeno de la diversificación de riesgos es un fenómeno permanente, de largo plazo, el cual no tiene ningún fundamento por el cual deba de modificar su tendencia.

## **MERCADO INSTITUCIONAL.**

Finalmente, la institucionalización de los inversionistas es otro fenómeno económico que ha influido en la reciente afluencia masiva de los capitales internacionales. Los participantes en los mercados financieros de todo el mundo han venido cambiando, por ejemplo, quienes dominaban los mercados financieros en los E.U eran los inversionistas detallistas (personas individuales), sin embargo en la actualidad, son manejados principalmente por instituciones financieras, como pueden ser: los fondos de pensión, los bancos comerciales, las sociedades de inversión, etc. La característica principal de los inversionistas institucionales a diferencia de los individuales es que los primeros están más dispuestos a realizar inversiones más allá de sus fronteras nacionales, con lo cual son capaces de aprovechar de mejor forma los beneficios de la diversificación de riesgos. Además, la capacidad que éstos inversionistas tienen para transferir fondos a distintos países es superior a la que podrían tener los inversionistas individuales, empezando por que pueden concentrar mayor información y procesarla de forma más eficiente.

Los fondos mutuales de mercados emergentes<sup>46</sup> se han expandido considerablemente en los últimos años. En 1993 el número de estos fondos era de 594, mientras que para 1994 el número había sido superado por mucho, llegando a la cifra de 908 fondos mutuales dedicados a invertir en los mercados emergentes. El crecimiento en el valor de los activos que manejan éstos fondos también aumentó en una proporción similar, siendo que en 1993, los activos que controlaban tenían un valor de 90,056 millones de dólares y para el siguiente año el valor de los activos que controlaban ascendió a 131,998 millones de dólares.<sup>47</sup>

La proliferación de estos y otros tipos de fondos de inversión ha servido como un vehículo para la movilización del capital, tanto para sacar como para introducir capital en los países en desarrollo. La capacidad de respuesta de los fondos mutuales ante el deterioro de los activos en los que están invertidos sus recursos es amplia, ya que por lo regular los instrumentos en los que invierten no son de largo plazo, sino que poseen un alto grado de liquidez (aunque el grado de liquidez suele variar dependiendo del tipo de fondo de que se trate).

## **MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.**

La reglamentación y otros cambios en los países industrializados, tales como la introducción de la Regla 144A en los Estados Unidos, también pudo haber facilitado el acceso a los mercados internacionales, particularmente a los flujos de portafolios. Estos factores globales toman una gran importancia debido a que los recientes flujos de capital han ido a países en desarrollo con muy diversas políticas económicas y diversos niveles de desarrollo.

Tiempo atrás, en los Estados Unidos, existía una restricción a los compradores de valores de colocación privada, la cual no les permitía revender los valores durante los dos siguientes años después de su adquisición. Por lo tanto, los compradores carecían de

---

<sup>46</sup> Los fondos mutuales de mercados emergentes son definidos como aquellos fondos que mantienen por lo menos el 60% de sus tenencias en instrumentos de países en desarrollo.

<sup>47</sup> FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *International Capital Markets*, agosto 1995, p. 38.

liquidez durante ese lapso de tiempo. Sin embargo, en 1990 la norma 144A de la SEC<sup>48</sup> fue aprobada. Básicamente, esta norma elimina el periodo de dos años, permitiendo a las grandes instituciones comerciar con los valores adquiridos en una colocación privada sin tener que registrar estos valores ante la SEC.

Esta norma ha tenido un impacto positivo en el mercado de colocación privada por dos motivos:<sup>49</sup> el primero es que atrajo a nuevos inversionistas institucionales quienes, anteriormente, no se habían involucrado en el mercado de colocaciones privadas debido al requerimiento de conservar los valores dos años y el segundo es que las entidades fuera de Estados Unidos no se habían mostrado muy dispuestas a colocar valores y captar recursos en los Estados Unidos dado que tenían que cumplir con los requerimientos de la SEC.

---

<sup>48</sup> La Security and Exchange Commission se encarga de regular, entre otras cosas, la emisión de nuevos valores así como a dictar los requisitos que deben llevar los boletines sobre los valores ya emitidos.

<sup>49</sup> FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco y FERRI, Michael G.  Mercados e Instituciones Financieras, Ed. Prentice Hall, 1996, p. 314.

# CAPITULO 3

## CAUSAS EN EL CASO MEXICANO.

### 3.1 CAUSAS QUE ORIGINARON LA AFLUENCIA MASIVA DE CAPITALES A MÉXICO.

En los capítulos anteriores, he estado presentando algunas de las investigaciones más importantes que explican cuáles son los principales determinantes de los flujos de capital en la economía en general, por lo que al presente capítulo le corresponde tratar el tema de las causas que propiciaron la afluencia masiva de capitales a la economía mexicana en la década de los noventa.

Siguiendo la línea del capítulo anterior, las causas de ésta afluencia masiva de capitales serán expuestas en dos apartados, el primero tratará sobre los factores externos, mientras que el segundo contendrá algunos de los factores internos de tal forma que se abarquen las teorías de las que se habló en el capítulo pasado.

No todos los factores que impulsaron la afluencia masiva de capitales a México tuvieron lugar en la década de los 90's, varios de ellos, especialmente los factores específicos de la economía mexicana, tienen sus orígenes en los últimos años de la década de los 80's.

El episodio reciente de entradas masivas de capital se desarrolló en un entorno económico e institucional muy distinto del que caracterizó a la mayor parte de la década anterior. A partir del segundo semestre de 1989, México se convirtió en receptor de montos significativos de capitales externos como resultado de la conjunción de factores tanto internos como externos; entre estos últimos podemos mencionar los siguientes: la reducción de las tasas reales de interés a corto plazo en los mercados internacionales; la

recesión de los países industrializados; y cambios en las regulaciones de los mercados de capital en Estados Unidos, que han reducido los costos de transacción para los agentes que acceden a los mercados desde México.

Por otra parte, la afluencia de capitales también fue resultado de factores existentes en la propia economía mexicana. Entre éstos destaca el alto nivel de las tasas de interés reales. Además del ofrecimiento de rendimientos reales atractivos, es indudable que el avance en la consolidación de las reformas económicas iniciadas en 1983 influyó positivamente en la atracción de capitales externos: la reforma de las políticas de comercio exterior, la liberalización de las reglamentaciones que afectan a la inversión extranjera, la privatización de empresas públicas y la desreglamentación de la actividad económica interna, incluyendo el sector financiero. En particular, el paquete de reestructuración 1989-92 de la deuda pública externa fue un factor clave para generar mayor certidumbre entre los inversionistas sobre la viabilidad del programa económico y por ende, mejoró la percepción del riesgo-país.<sup>50</sup>

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

Por otra parte, después de los difíciles procesos de ajuste macroeconómico (ante la crisis de la deuda de 1982 y al choque petrolero de 1986) que desencadenaron procesos de alta inflación con estancamiento de la actividad económica, el entorno macroeconómico se revirtió favorablemente desde 1988. El programa de estabilización de fines de 1987, el llamado Pacto de Solidaridad Económica, contribuyó a una rápida desaceleración de la inflación en los últimos años de la década de los ochenta ya que, en 1992, aunque a un

---

<sup>50</sup> GURRÍA, T. Flujos de Capital: El Caso de México, ONU, CEPAL., 1994, p. 17. Ver también ROS, J.  Mercados Financieros y Flujos de Capital en México, University of Notre Dame, working paper núm 201, 1993.

paso aún muy moderado, el ritmo de expansión económica superó al de la población por cuarto año consecutivo.

De esta forma, no es fortuito que sea a partir de la segunda mitad de 1989, una vez concluida la parte más difícil de las negociaciones con los acreedores externos, que tenga lugar el retorno de México a los mercados internacionales de capital. De esta manera, la cuenta de capital de la balanza de pagos, que había sido deficitaria en el periodo 1983-88 por un monto acumulado de 3,374.3 millones de dólares, revierte esa tendencia y comienza a presentar cuantiosos superávits, que suman 93,704 millones de dólares entre 1989 y 1993. El financiamiento proveniente del exterior no sólo permitió hacer frente al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino también acumular un monto importante de reservas internacionales, que al 31 de diciembre de 1993 ascendían a 24,538 millones de dólares, lo que equivalía a cuatro meses de importaciones en aquel entonces.

### **3.2 FACTORES EXTERNOS.**

La definición de lo que entendemos como factores externos la he tomado de Calvo, Leiderman y Reinhart (1994b), quienes dicen que los factores externos son aquellos que no se encuentran relacionados con las políticas que han sido puesto en marcha en el país en cuestión. Ejemplos de tales factores para economías pequeñas y abiertas son: (1) la disminución de las tasas internacionales de interés y (2) una recesión en el resto del mundo, la cual podría estar acompañada por una disminución de las oportunidades de ganancia en los principales centros financieros. Una característica de estos dos factores es que probablemente tienen un componente cíclico reversible muy importante.

Es precisamente ese componente cíclico reversible el que provocaría las entradas y salidas masivas de los flujos de capital de los países en desarrollo. En los siguientes dos apartados se expondrá el comportamiento de los dos factores citados en el párrafo previo.

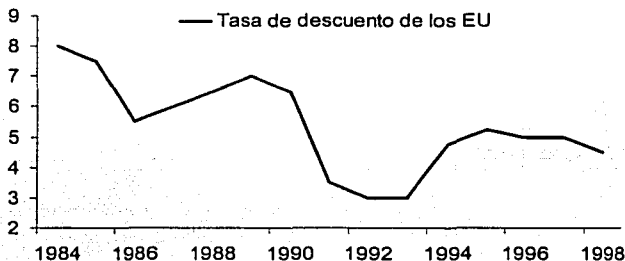


### 3.2.1 COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS.

Una de las causas externas más importantes en la determinación de los flujos de capital, según diversos autores, es el comportamiento de las tasas de interés en el mercado internacional. El razonamiento es sencillo, si las tasas de interés en los mercados internacionales de capital son altas, los capitales tenderán a fluir en aquella dirección, sin embargo, si se diera el caso contrario en donde las tasas de interés prevalcientes en los países industrializados fueran bajas, los grandes capitales tendrían pocos incentivos para fluir hacia aquellos países por lo que se buscarían nuevos mercados para invertir, la tesis de autores como Calvo es que estos nuevos mercados fueron los países en desarrollo.

Como se puede apreciar en la gráfica 3.1, a finales de los ochenta la tendencia de la tasa de descuento en los Estados Unidos era a la baja llegando a un nivel mínimo en 1992 y a partir de ese año ha comenzado a aumentar para posteriormente estabilizarse en 5%. Como resultado de la contracción económica de Estados Unidos a inicios de la década pasada, el gobierno estadounidense estuvo disminuyendo sus tasas en un intento por impulsar la actividad económica, intento que comenzó a rendir frutos en 1992 cuando la economía de Estados Unidos creció 2.1% para romper su tendencia a la baja prevalciente en aquella época.

**GRÁFICA 3.1** Comportamiento de la Tasa de Interés en los E.U.  
En por ciento



FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios números.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

Es precisamente esa tendencia a la baja lo que los autores consideran que impulsó a los grandes capitales a fluir hacia los mercados en desarrollo.

### **3.2.2 SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL.**

Los distintos autores que han señalado a la recesión económica de los países industrializados como un factor importante en la determinación de la afluencia de los flujos de capital externos hacia los países en desarrollo han anotado que a finales de la década de los ochenta tal recesión provocó una oleada de capitales hacia las economías en desarrollo mientras que a mediados de los noventa (1994-1995) tal ciclo se revierte cuando el crecimiento económico de países desarrollados entra en una etapa de expansión consiguiendo ser de nueva cuenta un polo de atracción del capital financiero. Ante este planteamiento, en los siguientes párrafos se expondrá brevemente la evolución de los países desarrollados en el periodo mencionado.

Para 1989 el dinamismo de las economías industrializadas se moderó un poco respecto al crecimiento presentado en 1988 (4.4%), sin embargo, este crecimiento contribuyó a que la tasa de desempleo de este grupo de países continuara con su tendencia decreciente de un par de años. Este comportamiento es el mismo para la economía estadounidense. En cuanto al aspecto inflacionario, en la primera mitad de 1989 surgieron presiones inflacionarias que fueron controladas mediante la implementación de una política monetaria restrictiva que sin embargo, no fue suficiente para evitar que la inflación resultara ser superior a la del año previo. El motivo principal, aunque no el único, del aumento en la inflación se debió al alza en los precios del petróleo en el mercado internacional.

Los Estados Unidos, al enfrentarse con una perspectiva de menor crecimiento económico decidieron moderar la restricción monetaria durante la segunda mitad de 1989. Lo anterior originó que a inicios del año las tasas de interés de corto plazo aumentaran para después disminuir de manera constante.

Durante 1990, las economías de los países industrializados mostraron un comportamiento menos dinámico respecto a los años anteriores. Dicha tendencia se

profundizó en 1991 donde el crecimiento económico de los países industrializados presenta un dinamismo casi nulo al crecer sólo 0.3%. Las economías más dinámicas dentro de este grupo de países fueron Alemania Occidental y Japón mientras que la economía que contribuyó en mayor medida a que el crecimiento promedio fuera tan bajo fue la de los Estados Unidos, cuyo crecimiento en 1991 fue negativo, sin embargo, la debilidad económica de países como el Reino Unido y Canadá también se reflejó en tal indicador.

Según Banco de México (1991), la caída del nivel de producción por debajo del nivel potencial en los principales países industrializados creó un exceso de oferta de recursos productivos lo cual originó presiones que hicieron descender los precios. Además, una leve disminución en el precio internacional del petróleo coadyuvó a disminuir la inflación.

Para 1992, el PIB de los países industrializados mostró un comportamiento positivo al presentar un crecimiento de 1.5%, el cual es superior al del año anterior y está basado en la recuperación de la economía estadounidense, la cual a partir de dicho año comenzó una recuperación económica que no se había visto en mucho tiempo. La recuperación de los países industrializados fue lenta y no generalizada como lo señala Banxico (1992), entre los motivos principales por los cuales el repunte económico fue de esa manera se encuentran los siguientes: (1) las considerables diferencias entre las políticas económicas de los países que integran este grupo, las cuales provocaron tensiones en los mercados financieros y (2) la necesidad de controlar la inflación, lo que se transformó en una restricción de la política monetaria y limitó el rango de posibilidades de los gobiernos para impulsar la actividad económica.

En cuestiones inflacionarias, la tendencia era a la baja debido a la implementación de políticas monetarias contraccionistas, las cuales consiguieron disminuir la inflación aunque en detrimento de la actividad productiva. Este comportamiento se repite para países como Estados Unidos, Japón y Alemania quienes son los países industrializados que mejor reflejan el comportamiento del conjunto como tal.

El crecimiento del PIB en 1993 del conjunto de países industrializados fue menor al logrado el año anterior, lo cual señala que la recuperación de este conjunto de naciones no estaba clara en aquel entonces. Cuando la economía de los Estados Unidos estaba entrando en ritmo y comenzaba a tener crecimientos positivos en años consecutivos, las economías

de Japón y Alemania daban señales de debilitamiento al crecer 0.1 y -1.1% respectivamente.

El comportamiento de la economía alemana puede explicarse en parte por la unificación de las dos Alemanias (oriental y occidental). La unificación significó una ampliación en el déficit fiscal de la Alemania unificada, lo cual generó presiones inflacionarias que trataron de ser controladas mediante la implementación de una política monetaria restrictiva. Por otra parte, el compromiso de defender la paridad de las monedas europeas por parte de los países de aquella región implicó un aumento de sus tasas de interés lo cual acentuó las tendencias recesivas de Alemania y Europa en su conjunto.

**CUADRO 3.1 Países Industrializados**

CONCEPTO	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>TASA REAL PNB</b>						
Estados Unidos	3.0	0.8	-1.2	2.1	3.1	4.0
Japón	4.9	4.8	4.0	1.4	-0.2	0.9
Alemania	4.0	5.1	1.0	1.8	-1.1	2.8
Países industrializados	3.5	2.1	0.3	1.5	1.2	3.1
<b>INFLACIÓN</b>						
Estados Unidos	4.3	5.4	4.2	3.0	3.0	2.6
Japón	1.5	3.1	3.3	1.7	1.3	0.7
Alemania	2.2	2.7	4.8	4.6	4.7	3.1
Países industrializados	4.0	5.2	4.5	3.2	3.0	2.4
<b>DESEMPLEO</b>						
Estados Unidos	5.3	5.5	6.8	7.4	6.8	6.1
Japón	2.3	2.1	2.1	2.2	2.5	2.9
Alemania	7.1	5.4	6.7	7.7	8.8	9.6
Países industrializados	6.5	6.1	7.1	7.8	8.1	8.1

NOTA: Los datos de Alemania hasta 1990 se refieren únicamente a la Alemana Occidental.

Los datos aquí presentados son tasas de crecimiento porcentual anual.

FUENTE: Informe Anual de Banco de México. Varios números.

Finalmente, durante el año de 1994, se consolidó el ritmo de crecimiento de los países industrializados, con lo cual se puso fin a una etapa que estuvo caracterizada por la desaceleración de la actividad económica que afectó al conjunto de países en desarrollo. Este comportamiento fue el reflejo de la recuperación de economías como las de Europa, Japón y principalmente por las condiciones favorables que prevalecieron en los Estados

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

Unidos y en el Reino Unido. Quizás una de las razones por las cuales el crecimiento económico del conjunto de países industrializados se consolidó en aquel año es el combate efectivo que realizaron en contra de la inflación, la cual disminuyó a los niveles observados en la década de los sesenta (Banxico, 1994).

### 3.3 FACTORES INTERNOS.

#### POLÍTICA DE CAMBIO ESTRUCTURAL.

La primera etapa del cambio estructural tuvo lugar desde 1983, aunque se dio con mayor fuerza después del choque petrolero (1985-86) y se intensificó y generalizó en la administración de Salinas de Gortari. El cambio estructural se basó en seis líneas generales: a) apertura comercial, b) modificaciones al marco regulatorio de las inversiones extranjeras, c) privatización de empresas públicas, d) desregulación económica, e) modificación al marco regulatorio de la tenencia de la tierra y f) regulación sobre prácticas monopólicas, mediante la promulgación de la Ley de Competencia<sup>51</sup>.

Por otra parte, los factores internos están más relacionados con la política del país en cuestión. Ejemplos de estas políticas son (1) programas exitosos de estabilización de precios, como aquellos que son acompañados mejoras en las finanzas públicas y de mayor estabilidad macroeconómica y (2) políticas cuya credibilidad aumenta la tasa de rendimiento de los proyectos de inversión domésticos.

Una de las principales características de los factores internos es que son factores con los que se puede maniobrar de tal forma que una vez identificados cuales son aquellos que determinan la afluencia de capitales se pueden orientar de acuerdo a las necesidades del país y *en pro* del beneficio de la sociedad mexicana.

---

<sup>51</sup> GURRÍA, T. Flujos de Capital: El Caso de México, ONU. CEPAL., 1994, p. 19.

### 3.3.1 LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD ECONÓMICA.

Durante la década de los ochenta la economía mexicana experimentó un estancamiento económico muy severo, que fue acompañado con alta inflación, lo cual conocemos con el nombre de estanflación. En diciembre de 1987, la inflación anualizada resultó ser de 461.4%<sup>52</sup> aún cuando se habían realizado grandes esfuerzos por controlarla, principalmente de tipo fiscal y monetario.

Ante una situación tan apremiante, el 15 de diciembre de 1987, el gobierno lanzó el llamado Pacto de Solidaridad Económica (PSE), el cual representaba un nuevo intento por disminuir la inflación que en aquel entonces enfrentaba el país. El esquema presentado era bastante peculiar ya que a diferencia de los intentos anteriores el PSE de 1987 combinaba medidas ortodoxas con medidas heterodoxas, las cuales incluían controles de precios y de salarios de manera temporal. Los programas ortodoxos ponen especial atención en administrar la demanda agregada y otorgan menor importancia a los aspectos estructurales de la inflación, básicamente éste enfoque considera que 1) la inflación es esencialmente un fenómeno monetario; es decir, que es causada por una expansión del crédito, por lo tanto, sólo puede corregirse mediante una política monetaria restrictiva, 2) los desequilibrios de balanza de pagos pueden causar inflación sólo en la medida en la que los superávits no sean esterilizados y 3) la política monetaria no puede, para bien o para mal, tener efectos permanentes en la producción y el empleo. Por otra parte, los programas heterodoxos consideran que: 1) la inflación es un fenómeno inercial, es decir, que puede ser causada tanto por desequilibrios en el sector real como por desajustes en la política monetaria; 2) factores asociados con la distribución del ingreso, estructura de los mercados, modalidades de los contratos salariales y otros factores institucionales desempeñan un papel importante en la explicación tanto del comportamiento de la demanda agregada como del componente inercial de la inflación, 3) la inflación puede tener su origen no sólo en el superávit de la balanza de pagos, sino también en las variaciones adversas de los términos de intercambio y 4) debido a la presencia de la inflación inercial. La desaparición de las causas monetarias y fiscales de la inflación no es condición suficiente para que la inflación baje ya que las

---

<sup>52</sup> CARDENAS, Enrique *La Política Económica en México: 1954-1994*, FCE., México, 1996, p. 153.

instituciones pueden crear inercia. Hay que corregir las fuentes o causas de la inercia inflacionaria.

El principal propósito del PSE era el de eliminar el componente inercial de la inflación a través del desmantelamiento de los elementos indizados<sup>53</sup>, es decir, se buscaba romper con el círculo vicioso de la inflación en el que se había caído, para lo cual se utilizaría al tipo de cambio como ancla nominal de la inflación. Quizás una de las principales virtudes de éste pacto es que fue un programa que no intentó frenar de un golpe la inflación sino simplemente reducirla y mantenerla en niveles "controlables" ya que el haber intentado frenarla de un golpe, en las circunstancias por las que atravesaba el país, no hubiera sido factible dada la falta de credibilidad en el programa.

Para darle fuerza y credibilidad al programa, se implementaron políticas fiscales y monetarias restrictivas, se liberalizó el comercio internacional de México con el objeto de poder ligar los precios de los bienes comerciables con el tipo de cambio y finalmente se implementaron controles de precios y de salarios mediante una innovación; el consenso entre sectores y no por un mandato legal. Quizás sea este el aspecto clave en el PSE.

Existieron varios factores de los que dependía el programa de estabilización para tener éxito<sup>54</sup>: el primero era el de la generación de confianza en el esquema propuesto, así que para lograr este objetivo se emprendieron medidas como la reducción del gasto público y la elevación de los ingresos públicos.

En segundo lugar, el programa se basaba fuertemente en un tipo de cambio nominal relativamente estable, que por consecuencia tendería a apreciarse como resultado de los diferenciales en la inflación entre México y el resto del mundo, especialmente respecto a Estados Unidos. Este problema de la apreciación de la moneda traería a su vez otro problema en la balanza de pagos y más específicamente en la balanza comercial lo cual podría crear inestabilidad y derrumbar el programa de estabilización. Así que para evitar o disminuir tal problema se debía cumplir con dos condiciones, la primera consistía en tener una buena cantidad de reservas internacionales para poder hacer frente a posibles déficits

---

<sup>53</sup> CARDENAS, Enrique La Política Económica en México: 1954-1994, FCE., México, 1996, p. 155. y ASPE, A. P. "Estabilización Macroeconómica y Cambio Estructural: La Experiencia de México (1982-1988)" en BAZDRESCH, C. México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE, 1992.

<sup>54</sup> CARDENAS, Enrique La Política Económica en México: 1954-1994, FCE., México, 1996, p. 155.

en la balanza comercial durante la etapa de transición y finalmente había que contar con un tipo de cambio subvaluado al iniciar el programa<sup>55</sup>.

Por último, la profundización de la apertura comercial tenía como principal objetivo el que los precios de los bienes comerciados se ajustaran a la par de las fluctuaciones del tipo de cambio, es decir, se pretendía que la inflación de dichos bienes estuviera controlada a través del mercado internacional.

Por otra parte, el mecanismo que se implementó para dismantelar el componente inercial de la inflación fue el siguiente: (1) los salarios se ajustaron en función de la inflación esperada y no de la inflación observada, es decir, los salarios se ajustarían ex-ante y no ex-post por lo que al generar expectativas de menores inflaciones los ajustes salariales contribuirían a disminuir la inflación y (2) el esquema de control de precios se realizó sobre la base de acuerdos entre los sectores productivos y el gobierno, afectando a aquellos productos y servicios líderes. Lo anterior fue posible gracias a la estructura oligopólica de muchos mercados. Al momento de lanzar el PSE en diciembre de 1987, se dieron dos meses y medio para que los precios se alinearan de acuerdo a las condiciones del mercado.

Los resultados iniciales del PSE fueron extraordinarios. La inflación anualizada en diciembre de 1987 había sido superior de 400% mientras que para finales de 1988 la inflación anualizada fue algo menor al 25%.

No obstante los buenos resultados conseguidos hasta aquel momento, para el gobierno del presidente Salinas no era suficiente con abatir la inflación sino que era necesario el crecimiento económico de la economía mexicana. Así que al iniciar su periodo de gobierno, estableció su versión del PSE y lo llamó Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), en el se establecía la necesidad de volver a crecer sin descuidar el combate a la inflación y para lograrlo sabía que era necesario contar con recursos del exterior y disminuir la carga de la deuda.

---

<sup>55</sup> Banco de México había seguido una política sumamente restrictiva en 1987, con altas tasas de interés, que tendieron a acumular reservas hasta llegar a 13.7 mil millones de dólares al final de 1987. También hay que recordar que en el periodo 1983-1987 la política cambiaria había llevado a una subvaluación del peso de tal forma que en 1987 la moneda estaba subvaluada en 21%. CARDENAS, Enrique La Política Económica en México: 1954-1994, FCE., México, 1996, p. 157.



### 3.3.2 LIBERALIZACIÓN COMERCIAL.

Una de las principales reformas estructurales fue la de abrir más la economía. En términos generales las medidas que se tomaron estuvieron orientadas a eliminar las barreras para hacer más competitiva a la economía del país y a liberalizar las diversas actividades productivas que a lo largo de muchos años habían estado restringidas al Estado o a los mexicanos.

La liberación comercial se consideró fundamental para inducir la eficiencia microeconómica. Se buscaba sobre todo la mejor oportunidad para hacerla efectiva sin empantanarse en una instrumentación excesivamente gradual con pocos beneficios. En 1982 todas las importaciones estaban sujetas a restricciones cuantitativas y el arancel promedio estaba por arriba de 50%, llegando en algunos casos hasta el 100%.<sup>56</sup> Esto era resultado del modelo de sustitución de importaciones, vigente desde la segunda Guerra Mundial, y de las restricciones adicionales aplicadas en 1982 como medidas de urgencia para controlar el déficit externo. Después de una apertura gradual entre 1983 y 1985 la liberación comercial se consolidó durante los tres años posteriores, al adoptar México la decisión de adherirse al Acuerdo General de Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT). El componente central del esquema proteccionista era la necesidad de obtener permisos o licencias para importar cualquier mercancía, vigente todavía en los inicios de la década de los ochenta. A partir del inicio de la exención de estas licencias, que se dio paulatinamente a partir de 1983, el porcentaje de importaciones sujetas a esos permisos continuó descendiendo, de tal forma que para 1988 sólo el 21.2% de las importaciones estaba sujeta a este requisito. Para 1991 el porcentaje se redujo a 9.1%. De igual forma los aranceles continuaron disminuyendo, por lo que para 1990, el arancel promedio fue de 10.4%<sup>57</sup>.

La estructura proteccionista, que incluía un sistema complejo de precios oficiales, permisos de importación y controles cuantitativos, fue completamente desmantelada: para 1991 sólo el 3% de la tarifa de importación se encontraba sujeta a restricciones cuantitativas y el arancel promedio se redujo a menos de 10%, fijándose un nivel máximo

<sup>56</sup> CORDOBA, M. J. "La Reforma Económica de México" en BAZDRESCH, C. México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992, p. 430.

<sup>57</sup> CÁRDENAS, E. La Política Económica en México, 1950-1954, FCE., México, 1996, p. 167.

de 20%. Fue así como en muy pocos años la economía mexicana pasó de ser una de las más cerradas del mundo a una de las más abiertas<sup>58</sup>.

Al acelerarse la liberación comercial se buscó asegurar su irreversibilidad e inducir a las empresas a que adoptaran los cambios necesarios e incrementaran su productividad en poco tiempo. Por esta razón resultó prácticamente imposible sujetar las distintas medidas de liberación comercial a una negociación precisa con la comunidad empresarial. Negociar las medidas previamente hubiera significado tanto como cancelar la apertura. Cuando los empresarios se convencieron de que no habría oportunidad de revertir el proceso de liberación comercial pronto centraron sus esfuerzos en ajustarse a los nuevos modelos de producción. Sin embargo, de acuerdo a CÓRDOBA (1992), al inicio del proceso de liberación comercial se procuró que las empresas tuvieran una situación financiera sana, con el fin de no inducir el cierre de compañías estructuralmente viables. Asimismo, se cuidó que la subvaluación del tipo de cambio resultara adecuada para proporcionar una protección razonable; que las reservas de divisas en el banco central tuvieran un nivel relativamente alto y la demanda agregada fuera relativamente baja con el fin de minimizar el repunte temporal de las importaciones. En la medida en que el proceso resultó confiable para los empresarios se incrementaron las importaciones de bienes de capital para la modernización de la industria. Cabe agregar que el arbitraje de los precios mundiales sobre los precios internos resultó mucho más efectivo hacia el final de proceso de estabilización, cuando había decaído la especulación financiera y el grado de subvaluación del tipo de cambio. Por tanto, también la tasa de protección cambiaría. En este sentido la liberación comercial sirvió para moderar la inercia inflacionaria en la economía, una vez que la reducción del déficit había eliminado las causas fundamentales de la inflación. De igual modo, el arbitraje de los precios mundiales aumentó su efectividad en la medida en la que avanzó la desregulación económica: se eliminó el monopolio de algunos importadores en patentes y marcas (legado del viejo modelo económico), al igual que las prácticas oligopólicas internas que limitaban el comercio de los bienes de importación a bajo costo.<sup>59</sup> De hecho en México las utilidades disminuyeron en algunos sectores sólo hacia el final del

<sup>58</sup> CÓRDOBA, M. J. "La Reforma Económica en México" en BAZDRESCH, C. *México: Auge, Crisis y Ajuste*, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992, p. 431. CARDENAS (1996) señala que en 1993 sólo quedaba el 5% de las importaciones sujetas al permiso previo.

<sup>59</sup> CÓRDOBA, M. J. "La Reforma Económica en México" en BAZDRESCH, C. *México: Auge, Crisis y Ajuste*, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992, p. 431.

esfuerzo de estabilización, cuando la liberalización comercial impuso una disciplina de precios más estricta.

Dos aspectos adicionales resultaron básicos para el éxito de un proceso de liberalización comercial: reglas claras en contra de las prácticas desleales de comercio y programas especiales para la promoción de las exportaciones. Un bajo nivel de la demanda agregada y una alta subvaluación del tipo de cambio, por sí solos, restringen las importaciones e impulsan competitivamente a las exportaciones. Sin embargo, esta situación no puede ser permanente, toda vez que pronto surgirían incompatibilidades con una recuperación estable, el establecimiento de reglas e instituciones adecuadas para un régimen de comercio abierto adquirió una alta prioridad.

### **3.3.3 LOS PROGRAMAS DE PRIVATIZACIONES.**

En México parte del sector público fue creado conforme al mandato constitucional de mantener el monopolio de empresas estratégicas en poder del Estado. Sin embargo, muchas de las empresas estatales surgieron del rescate de otras que se encontraban en quiebra, con el fin de mantener el empleo. Otras se crearon expresamente para asegurar el abasto adecuado de productos básicos, o la producción de bienes con los cuales sustituir a las importaciones. Fue así como el sector público se expandió rápidamente: en 1970 existían 391 entidades públicas, y para 1982 su número aumentó a 1,155, aunque muchas de ellas se constituyeron como fideicomisos, por lo que no pueden ser consideradas como empresas productivas.<sup>60</sup>

El proceso de desincorporación de entidades del sector público se llevó a cabo ya sea vendiéndolas al sector privado, fusionándolas con otras o bien cerrándolas. Los objetivos que fundamentaban ésta política eran diferentes en cada caso, sin embargo, en lo general eran dos. De acuerdo a CÁRDENAS (1996) el primero era el de reducir los gastos del sector público en forma permanente y por consiguiente reducir la carga burocrática que implicaban las empresas y el segundo consistió en permitir la participación del sector

<sup>60</sup> CÓRDOBA, M. J. "La Reforma Económica en México" en BAZDRESCH, C. México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992, p. 434.

privado en esas áreas. Estos dos objetivos coinciden con los expuestos por CÓRDOBA (1992) para quien la privatización de empresas estatales tenía dos objetivos principales: (1) incrementar la eficiencia económica centrando los objetivos de su administración y (2) fortalecer las finanzas públicas por medio de los recursos que se obtienen de la venta de empresas o de la eliminación de subsidios que se les otorgaban con anterioridad.

La privatización de empresas estatales se inició poco después de que entró en funciones la administración del presidente De La Madrid, aunque no fue sino hasta febrero de 1985 que el gobierno anunció oficialmente su intención de deshacerse de las empresas no prioritarias y no estratégicas<sup>61</sup>. La ejecución del programa se aceleró después de diciembre de 1987, en el contexto del Pacto de Solidaridad Económica<sup>62</sup>. Desde 1989 la nueva administración del presidente Salinas había confirmado la continuidad del programa de desincorporación, ampliando, al mismo tiempo, el campo para la participación del sector privado en la economía (al sistema bancario y a proyectos de infraestructura que incluyen la construcción de carreteras de cuota, puentes y presas hidroeléctricas). En el Plan Nacional de Desarrollo (1988-1994) se estableció que las entidades que no cumplieran con las características de estratégicas, prioritarias o de ambas, serían desincorporadas bajo los siguientes criterios<sup>63</sup>:

- Se liquidarán o extinguirán las entidades que ya cumplieron con su propósito, que carecen de viabilidad económica o cuyas actividades conviene realizar en otras dependencias de gobierno,
- se fusionarán entidades para mejorar el uso de los recursos con la integración o complementación de procesos productivos, de comercialización o de gestión administrativa y

---

<sup>61</sup> Este programa forma parte de una política más amplia de "desincorporaciones" que incluye tanto la venta como la fusión o liquidación de entidades estatales, y se fundamenta tanto en criterios de eficiencia microeconómica como de alivio a las restricciones de financiamiento del Estado. ROS (1993).

<sup>62</sup> El gobierno anunció entonces que, una vez completado el programa de privatizaciones, el Estado seguiría manteniendo la propiedad y el control en sólo las siguientes áreas: extracción, exploración y refinación de petróleo así como la industria petroquímica básica (PEMEX), electricidad (Comisión Federal de Electricidad), ferrocarriles (Ferrocarriles Nacionales), distribución de alimentos (CONASUPO), minerales radioactivos y energía nuclear, comunicación vía satélite y servicio postal. Ello implicaba, por lo tanto, que el Estado conservaría esencialmente las "cuatro grandes" empresas públicas (PEMEX, CFE, Ferrocarriles Nacionales, y CONASUPO), y se retiraría del sector de comunicaciones (TELMEX), transporte aéreo (Mexicana de Aviación y AeroMéxico), producción de acero, equipo de transporte, químicos y fertilizantes, minería, azúcar, así como de otras actividades industriales y de servicio. ROS (1993).

<sup>63</sup> SHCP Desincorporación de Entidades Estatales 1988-1993, FCE., 1994, p. 18.

- se venderán empresas que no son estratégicas ni prioritarias y que por sus condiciones de viabilidad económica son susceptibles de ser adquiridas por el sector privado.

Por otra parte, el proceso de privatización ha pasado por dos etapas principales (ROS 1993). La primera, de 1983 a mediados de 1990, se caracterizó por la venta, transferencia o liquidación de empresas pequeñas y medianas que, principalmente en los años sesenta y setenta, habían sido adquiridas o creadas por el Estado sin mucha justificación económica o social. Su desaparición (más allá de su peso numérico que implicó que, de principios de 1983 a julio de 1990, el número de entidades estatales se redujera de 1,155 a 310) no tuvo un gran efecto en el peso económico del sector público ni tampoco involucró una participación destacada del capital extranjero<sup>64</sup>.

La segunda etapa, que tiene su mayor impacto entre fines de 1990 y mediados de 1992, incluyó la venta de empresas y bancos con activos muy superiores a los del periodo anterior. Como se muestra en el Cuadro 3.2, los ingresos por venta de activos representaron alrededor de 22 mil millones de dólares entre 1989 y 1992. La privatización de Teléfonos de México (TELMEX), adquirida por un grupo de inversionistas nacionales y extranjeros en 1990-91 y la venta de los bancos comerciales a grupos financieros locales en 1991-92, constituyen por mucho el grueso de los ingresos. TELMEX, por sí sola, representó cerca del 30%, mientras que la venta de 18 bancos contribuyó con cerca del 58%<sup>65</sup>. El gran peso de los bancos dentro de los ingresos del proceso de privatización también es resaltado por CÁRDENAS, E. (1996) quien escribió que "los recursos que se obtuvieron por la venta de las empresas llegaron a alrededor de 61,600 millones de nuevos pesos (cerca de 20,000 millones de dólares en aquel entonces), de los cuales más de la mitad provinieron de la venta de los 18 bancos, que en promedio se vendieron en 3.09 veces su valor en libros". En su mayor parte estos recursos ingresaron al fisco en sólo dos

<sup>64</sup> El grueso (93% de las empresas vendidas a inversionistas privados) fue adquirido por inversionistas nacionales. Con respecto al impacto fiscal de las desincorporaciones de esta primera etapa, se ha estimado que en 1988 se hicieron transferencias fiscales a 22 compañías, comparadas con 49 en 1983. Ello contribuyó a la reducción de las transferencias, aspecto importante del ajuste fiscal a partir de 1986, que pasaron del 2.5 al 1.3 por ciento del PIB durante el mismo periodo. ROS, J. (1993).

<sup>65</sup> Dos de ellos (Banco Nacional de México y Banco de Comercio) representaron, a su vez, la mitad de ese subtotal. En el resto de las empresas vendidas (el rubro "otras" en el cuadro, con una participación del 13.4% en el total de ingresos) destacan las compañías aéreas (Mexicana de Aviación y Aeromexico, a mediados de 1989), así como la Compañía Minera de Cananea y Mexicana de Cobre, las dos productoras estatales de cobre de mayor tamaño. ROS (1993).

años, 1991 y 1992. En cada uno de estos dos años, los ingresos realizados por privatizaciones alcanzaron un monto equivalente a 3.3% del PIB.

**CUADRO 3.2 Fuentes de los Ingresos por Privatización**  
(Miles de millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1989-1992	% del total 1989-1992
<b>TOTAL</b>	0.78	3.13	10.78	6.82	21.51	100.0
<b>BANCOS</b>	0.00	0.00	7.44	4.93	12.37	57.5
<b>TELMEX</b>	0.00	2.10	2.75	1.40	6.25	29.1
<b>INVERSIONISTAS:</b>						
<b>EXTRANJEROS</b>	0.00	0.00	2.35	1.24	3.59	16.7
<b>NACIONALES</b>	0.00	2.10	0.40	0.16	2.66	12.4
<b>OTRAS</b>	0.78	1.03	0.59	0.49	2.89	13.4

FUENTE: ROS, J.  *Mercados Financieros y Flujos de Capital en México*, University of Notre Dame, working paper num. 201, 1993, p. 7.

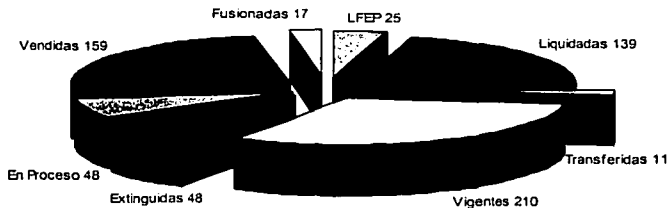
A diferencia de lo expuesto por ROS (1993), CÁRDENAS (1996) escribe que el programa de desincorporación se desarrollo en tres fases. La primera fue la liquidación o fusión de aquellas empresas que resultaron ser no viables, lo que ocurrió principalmente entre 1983 y 1985. La segunda etapa consistió en la venta de pequeñas y medianas empresas entre 1986 y 1988. Esta etapa en particular fue muy importante para el gobierno ya que le sirvió para ganar experiencia y tener más oportunidades de éxito en la desincorporación de las empresas más grandes e importantes. En el año de 1982 existían 1,155 empresas o entidades de las cuales para el año de 1988 quedaban sólo 618 y para fines de 1993 tan sólo permanecían 258 entidades en operación, de las cuales 48 estaban en proceso de desincorporación.<sup>66</sup>

CÓRDOBA (1992) coincide con CÁRDENAS (1996) en lo referente a las fases en las que se llevo a cabo el proceso de privatización, ya que comenta que de 1983 a 1985 se cerraron muchas entidades públicas por considerarse como no viables, mientras que de 1986 a 1988 se privatizaron empresas pequeñas y medianas con la finalidad de acumular experiencia y a partir de 1988 se procedió a privatizar las más importantes.

<sup>66</sup> SHCP *Desincorporación de Entidades Estatales 1988-1993*, 1994, p. 57.

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

### GRÁFICA 3.2 Evolución de las Entidades Paraestatales 1988-1993



FUENTE: SHCP Desincorporación de Entidades Estatales 1988-1993, FCE., 1994.

La venta de estos activos por el sector público y las modalidades específicas que asumieron las privatizaciones, influyeron sobre la naturaleza y magnitud de los flujos de capital en el período reciente. Cabe tener en mente que esa influencia y los impactos macroeconómicos subsecuentes no son independientes del destino que el gobierno le dé a los ingresos por privatizaciones.<sup>67</sup> Además de financiar su déficit o de adquirir otros activos físicos, el gobierno puede destinar esos ingresos a tres usos: 1) reducción de su deuda externa neta; 2) reducción de su deuda con el Banco de México; 3) reducción de su deuda interna con el sector privado. Como lo muestra el Cuadro 3.3, del total de los ingresos por privatizaciones percibidos en 1991 y 1992, alrededor de dos terceras partes se utilizaron en reducción de deuda externa y de deuda interna con el Banco de México (aproximadamente en partes iguales). La otra tercera parte se utilizó para reducir deuda interna (13.5%) con el sector privado (incluyendo no residentes) o para cubrir el déficit financiero del sector público. Esta última representó el 21.3% del total aunque decreció a lo largo del tiempo (para el conjunto de 1992 el déficit financiero fue prácticamente nulo).

<sup>67</sup> Si la empresa es adquirida por inversionistas extranjeros (la participación extranjera en la venta de acciones de TELMEX, por ejemplo), el impacto inicial es claramente distinto dependiendo de si el gobierno reduce su deuda externa neta (en cuyo caso la entrada de capital externo se ve compensada por una salida neta de divisas en la cuenta de capital del sector público) o si reduce su deuda interna con el Banco de México (en cuyo caso los ingresos en la cuenta de capital privado se reflejan en acumulación de reservas, por una sola vez, en el Banco Central). En forma similar, si la empresa es adquirida por inversionistas locales, el efecto inicial sobre la cuenta de capital es distinto dependiendo de si simultáneamente el gobierno reduce o no su deuda interna con el sector privado. ROS (1993).

**CUADRO 3.3      Uso de los Ingresos por Privatización**

	% del PIB		Miles de millones de dólares			% del total
	1991	1992	1991	1992	1991-1992	1991-1992
<b>TOTAL</b>	3.3	3.3	9.4	10.7	20.2	100.0
<b>Déficit Financiero</b>	1.4	0.1	4.0	0.3	4.3	21.3
<b>Reducción de la Deuda Neta</b>	1.9	3.2	5.4	10.5	15.8	78.6
<b>Externa</b>	1.5	0.8	4.4	2.6	6.9	34.4
<b>Banco de México</b>	1.9	0.2	5.5	0.7	6.2	30.7
<b>Sector Privado</b>	-1.6	2.2	-4.5	7.2	2.7	13.5
<b>Residentes</b>	1.8	1.5	5.0	4.9	10.0	49.5
<b>No residentes</b>	-1.2	-2.7	-3.5	-8.8	-12.3	-61.1
<b>Banca comercial</b>	-2.1	3.4	-6.0	11.0	5.1	25.1

FUENTE: ROS, J.  *Mercados Financieros y Flujos de Capital en México*, University of Notre Dame, working paper núm. 201, 1993, p. 8.

El calendario de privatizaciones por el que se optó obedecía a la necesidad política de fomentar un ambiente favorable al esfuerzo de privatización entre los sindicatos y la opinión pública en su conjunto. Aunque un calendario más ajustado podría haber contribuido a fortalecer más rápidamente la confianza y las finanzas públicas, el aplazamiento de algunas de las privatizaciones mayores ha tenido efectos favorables. Desde el punto de vista administrativo la privatización de empresas pequeñas hizo posible acumular una experiencia en estos procesos que probó ser útil para reducir costos y evitar errores cuando se trató de privatizaciones de mayor envergadura. Desde el punto de vista macroeconómico permitió un incremento notable de los ingresos públicos.

El estado de la economía afectó directamente el proceso de privatización de empresas públicas, particularmente de las más grandes. La relación entre el precio de venta y el valor contable de la empresa se incrementó de manera congruente con la consolidación del programa de estabilización económica y el aumento en la repatriación de capitales. En particular, un cambio cualitativo tuvo lugar hacia el fin del proceso de renegociación de la deuda externa y a partir de ese momento el número y el valor de las ofertas se incrementaron considerablemente. Por ejemplo, dos meses antes de que se alcanzara un acuerdo en principio con los acreedores internacionales, la compañía de aviación fue sometida a licitación. No se presentó ninguna oferta. Dos semanas después se registraron ocho por arriba del precio mínimo. Un 20% del paquete controlador de la compañía telefónica se vendió en diciembre de 1990 a un precio superior al valor de mercado de la

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**



totalidad de la empresa dos años antes<sup>68</sup>. Esto indica que cuando las privatizaciones se realizan para estabilizar la economía puede ser que lleguen a malbaratarse los bienes públicos. Adicionalmente, si se prolonga excesivamente un proceso de privatización se va en contra del sentido de urgencia que reclama un programa de estabilización. Privatizar una vez consolidada la estabilidad se mostró como la mejor opción, toda vez que los ingresos adicionales fortalecieron las finanzas públicas y permitieron incrementar la inversión pública y el gasto en bienestar social, dos de los rubros más deprimidos después del largo periodo de austeridad y en los cuales se centraba una enorme presión por parte de la sociedad.

Varios aspectos del proceso de privatización destacan por su importancia (CÓRDOBA, 1992): (1) ya que no todas las empresas sujetas a la privatización resultaban viables, algunas tuvieron que cerrarse con el fin de asignar los recursos públicos de manera más racional y señalar el compromiso político del gobierno de reducir el déficit fiscal. Como muchas de las empresas por privatizar requerían modernizarse, los administradores públicos argumentaban que si se disponía de tiempo para realizar sus programas de inversión las ofertas de venta podrían hacerse en mucho mejores condiciones; finalmente se optó por castigar el precio de oferta, ahorrar gasto público y permitir a los nuevos propietarios elaborar con libertad los planes de reestructuración; (2) con anterioridad a la privatización se ajustó el valor contable de los activos a su valor de mercado, de manera similar, se ajustaron los precios de los productos de las empresas públicas para eliminar los subsidios correspondientes antes de proceder a su privatización; (3) para evitar un conflicto entre las reglas de una licitación pública, en la que se adjudica al oferente más alto, y el objetivo de asegurar que las empresas sean adquiridas por inversionistas sólidos, se procedió en dos etapas: se descartaron primero las ofertas improcedentes, según criterios cualitativos, y posteriormente se abrió una licitación entre los participantes calificados, ajustándola a reglas objetivas y cuantitativas; (4) con el fin de eliminar comportamientos especulativos y el de asegurar compromisos de largo plazo se introdujo, por lo general, una cláusula que prohibía al grupo de inversionistas ganador vender el control de la compañía

<sup>68</sup> CÓRDOBA, M. J. "La Reforma Económica en México" en BAZDRESCH, C. México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992.

antes de una fecha determinada; (5) en algunos casos los administradores públicos de las empresas sujetas a privatización buscaron organizar sus propios grupos de inversionistas para adquirirlas; en la mayoría de los casos esta opción no se permitió para evitar conflictos de interés; y (6) se consideró inconveniente anunciar precios mínimos o de referencia durante un proceso de privatización para no concentrar excesivamente las posturas; los precios mínimos se utilizaron sólo en la tercera licitación, después de que las dos previas quedaban vacías; de manera similar, se optó por no anunciar un calendario ajustado para un proceso específico de privatización, en la medida en que la percepción de cierta urgencia por parte del gobierno podía deprimir el mercado.

### 3.3.4 LA APERTURA FINANCIERA.

En un período de transición, la apertura total de los mercados financieros y de divisas hubiera acelerado la transición de la volatilidad de las expectativas a la inestabilidad económica. El sistema cambiario dual, instrumentado en diciembre de 1982, contribuyó a la estabilidad en los momentos de más incertidumbre.<sup>69</sup> Claramente la separación administrativa en dos tipos de transacciones (el comercio y el servicio de la deuda, por una parte, y las restantes corrientes de divisas, por la otra) estaba lejos de ser perfecta y podía imponer grandes dificultades a los exportadores.

Las reformas financieras instrumentadas posteriormente comprenden dos ámbitos distintos: la liberalización de los mercados financieros y un conjunto de reformas institucionales. Se concluyó una etapa del proceso de liberalización financiera durante el primer semestre de 1989: los bancos y otros intermediarios financieros quedaron en libertad de establecer sus tasas para préstamos y depósitos. Los requisitos de reserva, que en algunas ocasiones llegaban hasta el 80 o 90% del total de los depósitos, se sustituyeron por un coeficiente de liquidez equivalente al 30% de los depósitos, que posteriormente también fue eliminado y se eliminó el sistema tradicional de préstamos forzados mediante tasas preferenciales para actividades prioritarias.

---

<sup>69</sup> El 11 de noviembre de 1991, con motivo de la firma de una nueva etapa del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), se unificó la paridad y se abrogó el sistema dual.

La liberación de los mercados financieros probó ser una medida de gran ayuda para el manejo de las variables macroeconómicas y la asignación de recursos. En virtud de que el déficit gubernamental es ahora financiado por medio del mercado, el costo del servicio de la deuda interna se ha hecho transparente. La política monetaria se conduce por medio de operaciones de mercado abierto. Además, al eliminar el régimen especial de inversión para los bancos y el financiamiento obligatorio al gobierno mediante los requisitos de reserva, los fondos crediticios pueden asignarse de manera más "eficiente".

En los primeros meses de 1989 se aprobó una iniciativa de reforma constitucional para privatizar el sistema de banca comercial estatizado en 1982. Se expidió una nueva ley reglamentaria en la materia en la que se incluyeron tres decisiones estratégicas necesarias para conformar el sistema financiero del futuro: (1) la separación patrimonial de los bancos y otros intermediarios de empresas comerciales e industriales (para evitar la práctica de créditos preferenciales); (2) la decisión de movilizarse en dirección de un sistema bancario universal y (3) la apertura del sector financiero a la inversión extranjera, quedando ésta en minoría.

### **3.3.5 LA APERTURA A LA INVERSIÓN EXTRANJERA.**

El enfoque proteccionista también se vio afectado por los cambios en la reglamentación de la inversión extranjera, pues no sólo dotaron a tal inversión con mayor certeza jurídica sino además se les proporcionó el acceso a diversas actividades que anteriormente estaban restringidas al Estado o a los mexicanos y además los límites de propiedad extranjera en las acciones de las diversas compañías disminuyeron considerablemente, llegando incluso hasta el 100% de propiedad extranjera en muchos casos (CÁRDENAS, 1993).

Aunque la ley de 1973, que delimitó las áreas de inversión y estableció como "regla general" un límite máximo de 49% al capital extranjero<sup>70</sup>, estuvo constituyendo, en aquel

<sup>70</sup> La "Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera", expedida en 1973, clasificó las actividades económicas en cuatro categorías: a) las reservadas al Estado (tales como el petróleo, petroquímicos básicos, electricidad, ferrocarriles); b) las reservadas exclusivamente a mexicanos (en los sectores de comunicaciones y transportes, explotación de recursos forestales, radio y televisión); c) aquellas en las que la inversión extranjera se encontraba sujeta a limitaciones específicas (tales como un límite del 40 por ciento en el capital total en la petroquímica secundaria y en la industria de auto-partes, así como

entonces, el marco de referencia legal fundamental que reglamentaba la participación extranjera en la economía, la administración de De La Madrid desde 1984 y la de Salinas a partir de 1989, se alejaron de una interpretación restrictiva de la ley. Las nuevas reglamentaciones introducidas desde entonces abren nuevos campos de inversión previamente reservados al estado o a nacionales (petroquímica, servicios financieros, telecomunicaciones), eliminan restricciones previas a la participación extranjera mayoritaria en un gran número de sectores, y simplifican los procedimientos administrativos para la aprobación de proyectos de inversión<sup>71</sup>.

El proceso de liberalización se inició con los lineamientos de la CNIE en 1984, que avalaban la participación extranjera mayoritaria en 33 actividades seleccionadas (sectores intensivos en capital, de alta tecnología y de exportación). Subsecuentemente, una serie de resoluciones generales adoptadas por la CNIE de 1984 a 1988, simplificaron procedimientos administrativos para la autorización de proyectos de inversión con participación extranjera mayoritaria (especialmente en las plantas maquiladoras localizadas a lo largo de la frontera norte), permitieron la participación ilimitada de "capital neutro" y eliminaron la necesidad de aprobación por parte de la CNIE de las adquisiciones por parte de extranjeros de hasta el 49 por ciento de las acciones de una compañía mexicana establecida o de hasta el 100 por ciento en compañías donde los inversionistas extranjeros ya controlaban más del 49 por ciento de las acciones. Al mismo tiempo, las reformas introducidas en decretos y leyes referidas a sectores específicos, relajaron o eliminaron

---

cualquier otra actividad para la cual existan porcentajes indicados en leyes específicas); d) todas las actividades restantes en las que la participación extranjera se encontraba sujeta a un límite del 49 por ciento. La Comisión Nacional para la Inversión Extranjera (CNIE) (una agencia reguladora establecida por la Ley) fue autorizada, sin embargo, para modificar la regla general del 49 por ciento en todas las actividades restantes, y para conceder un porcentaje más alto cuando dicha inversión era considerada beneficiosa para la economía. En la práctica, la ley se aplicó a los nuevos proyectos de inversión extranjera, dado que la CNIE permitió a aquellos negocios que pertenecían completamente a extranjeros, conservar la estructura de capital existente antes de la adopción de la ley. Al aprobar nuevos proyectos de inversión y reconsiderar el límite del 49 por ciento, la CNIE debía tomar en cuenta un cierto número de criterios incluyendo la complementariedad de las inversiones con el capital nacional, y sus efectos en la transferencia de tecnología, balanza de pagos y empleo. ROS (1993).

<sup>71</sup> En 1993, el poder ejecutivo presentó al Congreso una iniciativa de nueva ley de inversión extranjera que incorpora los cambios a las reglamentaciones del período 1984-1993 así como las disposiciones del acuerdo de libre comercio con América del Norte en materia de trato nacional al capital extranjero.

limitaciones a la inversión extranjera en diversas áreas (petroquímica, banca, seguros, servicios de telecomunicación, turismo)<sup>72</sup>.

El cambio de mayor alcance hasta aquel momento es el decreto de mayo de 1989 ("Reglamentaciones de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera") que derogó todas las disposiciones y resoluciones administrativas existentes y presentó una interpretación muy liberal de la ley de 1973. Las nuevas reglamentaciones establecieron la aprobación automática del 100 por ciento de participación extranjera para proyectos de inversión menores a 100 millones de dólares que cumplan con una serie de condiciones, además de realizarse en actividades no clasificadas<sup>73</sup>. Entre éstas se encuentran varias industrias que por ciertas disposiciones administrativas se les había, previamente, restringido la participación extranjera mayoritaria (tales como vidrio, cemento, celulosa, hierro y acero, es decir sectores que han sido tradicionalmente dominados por empresas nacionales, privadas y estatales).

### 3.3.6 LOS PROGRAMAS DE DESREGULACIÓN ECONÓMICA.

Con el propósito de evitar burocracias se suprimieron procedimientos administrativos innecesarios y regulaciones obsoletas, tanto para disminuir el tamaño de la estructura administrativa gubernamental como para eliminar presiones en costos e ineficiencias económicas.

La simplificación abordó los procedimientos que caracterizan la interacción entre la administración pública y la sociedad en su conjunto. Se evidenció que muchos de los procedimientos vigentes no eran necesarios.

<sup>72</sup> ROS, J. Mercados Financieros y Flujos de Capital en México, University of Notre Dame, working paper, 1993.

<sup>73</sup> Las condiciones establecidas por el decreto, además de que los activos totales sean menores a 100 millones de dólares, toman en cuenta criterios de balanza de pagos (que todos los fondos se originen en el extranjero y que los flujos anticipados de divisas se encuentren en equilibrio durante los primeros tres años de operación del proyecto), desarrollo regional (que las plantas productoras se localicen fuera de las áreas urbanas más pobladas, Ciudad de México, Guadalajara y Monterrey), empleo y formación de recursos humanos (que la inversión genere empleos permanentes y establezca programas de formación y desarrollo del personal), y medio ambiente (utilización de tecnologías adecuadas). Las actividades no clasificadas son las actividades que no están listadas en el decreto y que caen fuera de las áreas reservadas por la ley de 1973 al Estado y a los mexicanos o las que están sujetas a porcentajes específicos de participación extranjera.

En cambio, la desregulación se enfocó al marco normativo de las actividades económicas. Al abrirse la economía y retirarse el Estado de una excesiva participación en las actividades productivas en su conjunto este marco se volvió obsoleto. Este conjunto de regulaciones tendía a proteger prácticas oligopólicas que afectaban negativamente la competitividad de la economía. Como resultado de la liberación comercial y del pacto antinflacionario afloró una abrumadora cantidad de regulaciones obsoletas que afectaban sensiblemente los márgenes de utilidad de las empresas. Los empresarios fueron los primeros en apoyar su eliminación para asegurar su capacidad para competir favorablemente y sobrevivir. Por eso, se confió a la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial la aplicación del programa de desregulación económica, aprovechando que esta dependencia es la responsable de conciliar los intereses de la industria y el comercio.

El potencial productivo, inhibido anteriormente por reglas favorables a las prácticas oligopólicas, particularmente en los sectores de bienes y servicios del mercado interno, ha logrado desplegarse con mayor libertad.

### **3.3.7 LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA.**

En 1982, al comienzo de la crisis, la deuda externa de México tenía tres rubros fundamentales: la deuda de empresas privadas con la banca comercial (20% del total); la deuda del gobierno con instituciones financieras oficiales, tanto multilaterales como bilaterales (30%), y la deuda gubernamental con la banca comercial (50%). La deuda privada nunca estuvo garantizada, ni tampoco contó con subsidios del gobierno para su servicio; fue prácticamente cancelada en 1988 mediante pagos anticipados y descuentos significativos.<sup>74</sup> El gobierno creó por medio del Fideicomiso de Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) los incentivos para que este comportamiento resultara atractivo tanto para las empresas mexicanas como para los bancos extranjeros.

Para marzo de 1989, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos externó el apoyo de su gobierno para buscar reducir de manera voluntaria los montos de la deuda

---

<sup>74</sup> CORDOBA, M. J "La Reforma Económica en México" en BAZDRESCH, C. México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992, p. 426.

externa de aquellos países con los mayores endeudamientos, lo que se conoció como Plan Brady, México aprovechó las bondades de tal Plan y de manera inmediata entabló conversaciones con la banca internacional, las cuales terminaron con un acuerdo en principio con el grupo asesor de bancos en julio de 1989 y que formalmente fue finalizado en febrero de 1990. La principal virtud de las negociaciones fue la señal que se envió al mercado y a los inversionistas internacionales.

Con base al Plan Brady se establecieron dos opciones de reducción de deuda y otra de otorgamiento de dinero fresco.<sup>75</sup>

1. La primera consistió en intercambiar deuda por bonos con descuento de 35% escalando la deuda a 30 años y a una tasa LIBOR más 13/16 puntos porcentuales. Los pagos del principal fueron respaldados por bonos cupón cero emitidos por el gobierno de Los Estados Unidos. Para garantizar estos bonos el gobierno mexicano requirió de siete mil millones de dólares los cuales provinieron del FMI, del Banco Mundial, del EXIMBANK de Japón y algunos recursos propios.
2. La otra opción para reducir la deuda fue mediante la emisión de títulos no negociables, con el mismo valor nominal de la deuda (bonos par) y un interés fijo anual de 6.25%. Estos bonos se liquidarán en una única exhibición en el año 2019.
3. Para los créditos nuevos se estableció un plazo de 15 años, siete de gracia y una tasa LIBOR más 13/16 puntos porcentuales

La deuda con la banca comercial fue renegociada con los auspicios del Plan Brady: 47% de la base elegible se estructuró a una tasa anual fija de 6.25%, 41% de la base implicó una cancelación de 35% del capital y el 12% significó dinero fresco.<sup>76</sup>

Durante toda la década de los ochenta, México cumplió cabalmente con el pago de los intereses sobre su deuda externa. La reducción negociada de su servicio implicó, en consecuencia, un doble beneficio: directamente por medio de una reducción de la transferencia de recursos al exterior y de manera indirecta al inducir una mayor confianza entre los inversionistas nacionales y extranjeros. Estos efectos indirectos se tradujeron en

<sup>75</sup> BANCOMEXT Comercio Exterior, vol. 43, núm. 1, 1993.

<sup>76</sup> CORDOBA, M. J. "La Reforma Económica en México" en BAZDRESCH, C. México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico núm. 73, México, FCE., 1992, p. 427. BANCOMEXT Comercio Exterior, vol. 43, núm. 1, 1993.

un abatimiento de las tasas de interés, un ahorro significativo en el servicio de la deuda externa pública y en un incremento notable en las corrientes de inversión extranjera.

### 3.3.8 REPATRIACIÓN DE CAPITALES.

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

Desde que se instituyó el "timbre fiscal" y hasta diciembre de 1993 se registraron repatriaciones de capital por alrededor de 11,500 millones de dólares. De esta cantidad, 65% fue captado a través de casas de bolsa, mientras que los bancos captaron el 35% restante. Así, la repatriación de capitales registrada mediante el "timbre fiscal" en 42 meses equivalió a 40% del capital fugado entre 1973 y 1988.<sup>77</sup>

---

<sup>77</sup> GURRÍA, T. Flujos de Capital: El Caso de México, ONU, CEPAL., 1994, p. 25.



## CONCLUSIONES

La estructura de los flujos privados de capital ha ido cambiando conforme pasa el tiempo, el dominio de los préstamos sindicados terminó al inicio del período conocido como "crisis de la deuda". Esta crisis significó problemas en el pago de la deuda externa de los países de América Latina a los acreedores, bancos comerciales principalmente, quienes respondieron cortando el acceso que las economías de Latinoamérica tenían con el mercado de capitales internacional.

Durante el período de crisis se inició un cambio estructural, el cual incluyó una disminución por parte del Estado de la actividad económica lo que significó una mayor participación del sector privado en la actividad económica. Esta situación y las distintas razones que mueven a la IED abrieron el espacio para que la IED sobresaliera en este período.

Finalmente, en la década de los 90's los flujos de cartera crecieron más rápidamente de lo que creció la IED. El desarrollo tecnológico y financiero facilitaron que este tipo de recursos creciera tanto que en la actualidad representa poco más del 40% de los recursos que captan los países en desarrollo.

En la misma década los flujos en general también sufrieron un cambio importante el cual consistió en una disminución sobresaliente de los flujos oficiales a los países en desarrollo y por contrapartida un aumento importante en los flujos privados. Este cambio poco se debe a la disminución de los flujos oficiales. En su mayor parte es consecuencia de la mayor participación de los flujos privados dentro del conjunto ya que en términos brutos crecieron de 100 a 300 mil millones de dólares.

Cabe mencionar que en la misma forma en la que se modificó la estructura de los flujos de capital, la parte referente a quienes tomaban los riesgos también cambió. Mientras que durante la predominancia de los préstamos sindicados los riesgos los tomaban, principalmente, los bancos, en la década de los 80's los organismos internacionales, y en menor medida los agentes privados, tomaron este papel ya que gran parte de los flujos eran oficiales y otros eran IED. Finalmente, en la década de los 90's los agentes privados

tomaron la mayor parte de los riesgos toda vez que la IED representó la mitad de los flujos y la inversión de cartera que tuvo una participación un poco menor, sin embargo, es de destacarse que su tasa de crecimiento fue la mayor.

A pesar de que los riesgos de las inversiones los corren los dueños de los capitales, las consecuencias de las entradas y sobretodo de las salidas masivas de capital recaen sobre toda la sociedad.

Por otra parte, la teoría de los factores externos no consigue explicar de manera general el comportamiento de los flujos de capital, principalmente, no puede explicar el motivo por el cual estos capitales se concentraron en un grupo pequeño de países ni por qué fluyeron en montos muy diversos o en definitiva por qué no fluyeron a ciertas regiones. Si bien es cierto que el papel de los factores externos fue importante, esto no es suficiente para explicar el fenómeno que se presentó a inicios de la década de los 90's en los países en vías de desarrollo.

Me queda claro que los factores externos logran explicar la entrada y salida de recursos de las economías desarrolladas, es decir, si estas economías no crecen es porque sus empresas no están creciendo lo que implica tener un mercado de valores con rendimientos poco atractivos, si a esto le agregamos que las tasas de interés son bajas, tampoco hay incentivos para la inversión en instrumentos de deuda. Ante esta situación los capitales salen de las economías industrializadas en busca de mejores rendimientos y oportunidades de inversión. En ese momento, los mercados emergentes brindaban tales oportunidades, sin embargo, el hecho de que los inversionistas hayan concentrado la mayor parte de sus recursos en un selecto grupo de países en desarrollo tiene que ver más con las condiciones internas prevalecientes en cada uno de ellos que con la situación internacional.

La teoría de los factores internos tiene sustento en casos como el de México. La realización de reformas económicas estructurales durante la década los 80's rindió sus primeros frutos a finales de la misma y principios de la siguiente. La apertura comercial y la firma de tratados de libre comercio, la apertura financiera, la operación de fondos de inversión, la privatización bancaria, los procesos privatizadores y los programas de control inflacionario generaron un ambiente propicio para las inversiones en México lo que aunado

al proceso de renegociación de la deuda externa brindó mayor confianza a los inversionistas internacionales.

Sin embargo, algunas de tales reformas tienen un impacto finito, es decir, una vez que se llevaron a cabo los procesos de privatización no quedaron muchas empresas del dominio público para ser privatizadas por lo que no podemos contar más con esta fuente de recursos, razón por la cual habrá que buscar nuevas fuentes de financiamiento. Este programa tiene un efecto único en el tiempo, cuando se vende una empresa a inversionistas extranjeros entran recursos a la economía en el momento de la compra y no en otro momento.

En cambio los programas de estabilidad económica, la apertura comercial y financiera así como los programas de reestructuración de la deuda externa tienen efectos más prolongados. Sin embargo, el mayor efecto de estos programas para atraer los flujos de capital ocurrió en el momento de su implementación y pocos años después.

En el futuro tendremos que implementar las condiciones internas, en la medida de lo razonable, que aseguren la afluencia tanto de la IED como de la inversión de cartera, además sería conveniente que se promoviera el ahorro interno voluntario de los distintos agentes económicos de forma tal que disminuya la dependencia que se tiene con los recursos externos. La firma de los tratados de libre comercio con naciones desarrolladas puede ampliar los mercados para los exportadores e impulsar el crecimiento lo que reforzaría la entrada de IED. Por otra parte, mantener la estabilidad macroeconómica, principalmente en lo referente a la inflación y al tipo de cambio son condiciones indispensables para mantener las inversiones de cartera.

Quizás la mejor parte de que los factores internos hayan tenido un peso tan importante en la explicación del fenómeno antes mencionado es la posibilidad que implica respecto al papel que pueden jugar las autoridades responsables de la política económica en México para tomar las riendas de la economía y no quedar supeditados a lo que ocurre en otras economías.

## BIBLIOGRAFÍA

AIZENMAN, Joshua y HAUSMANN, Ricardo Exchange Rate Regimes and Financial Market Imperfections, NBER, working paper núm. 7738, 2000.

ASPE, Armella, Pedro "Estabilización Macroeconómica y Cambio Estructural: La Experiencia de México (1982-1988)", en BAZDRESCH, Carlos, México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico, núm. 73, Fondo de Cultura Económica, México, 1992, pp. 67-104.

ATKENSON y RIOS Rull How México Lost It's Foreign Exchange Reserves, NBER working paper núm. 3329, 1995.

BANCO MUNDIAL World Debt Tables: External Finance for Developing Countries, 1990-1991, vol. 1, 1996.

BANCO MUNDIAL Private Capital Flows to Developing Countries: The Road To Financial Integration, Washington, 1997.

BANCO MUNDIAL Global Development Finance, 1999, 2000 y 2001

BANCO MUNDIAL Global Development Finance: Analysis and Summary Tables, 1999.

BANXICO Informe Anual de Banco de México, varios números.

BANCOMEXT Comercio Exterior, vol. 43, núm. 1, 1993.

BANCOMEXT Comercio Exterior, vol. 45, núm. 12, 1995.

BANCOMEXT Comercio Exterior, vol. 46, núm. 1, 1996.

CALVA, José L. México. Más Allá del Neoliberalismo, Plaza Janes, 2000.

CALVO, Guillermo, LEIDERMAN, Leonardo y REINHART, Carmen Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's: Causes and Effects The World Bank, working paper series 302, 1994.

CALVO, Guillermo, LEIDERMAN, Leonardo y REINHART, Carmen The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues, International Center for Economic Growth, occasional paper núm. 56, 1994(B).

CALVO, Guillermo y MENDOZA, E. Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, NBER, University of Maryland, working paper núm. 7153, 1999.

CÁRDENAS, Enrique La Política Económica en México, 1950-1994, Fondo de Cultura Económica, México, 1996, pp. 236.

CHUHAN, Punam, CLAESSENS, Stijn, MAMINGI, Nlandu Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors, The World Bank, working paper series 1160, 1993.

CHUHAN, Punam, PEREZ-QUIROZ, Gabriel, POPPER, Helen International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ? The World Bank, núm. 1669.

CLAVIJO, Fernando y VALDIVIESO, Susana "Reformas Estructurales y Política Macroeconómica" en CLAVIJO Reformas Económicas en México 1982-1999, Lecturas del Trimestre Económico, núm. 92, México, 2000, pp. 13-155.

CÓRDOBA, Montoya, J. "La Reforma Económica de México", en BAZDRESCH, Carlos, México: Auge, Crisis y Ajuste, vol. 2, Lecturas del Trimestre Económico, núm. 73, México, Fondo de Cultura Económica, 1992, pp. 421-439.

CORREA, Eugenia "La Política Monetaria Estadounidense y los Mercados Emergente en América Latina", en Comercio Exterior: Flujos de Capital y Mercados Emergentes I, Bancomext, vol. 45, núm. 12, 1995.

DADUSH, Uri, DHARESHIVAR, Ashok y JOHANNES, Ron Are Private Capital Flows Sustainable?, The World Bank, policy research working paper núm. 1397, 1994.

DE LA DEHESA, Guillermo La Reciente Afluencia Masiva de Capital Privado Hacia los Países en Desarrollo: ¿Es Viable?, Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento, Conferencia Per Jacobsson, 1994.

DOMÍNGUEZ S. Juan R. Los Determinantes de los Flujos de Capital en México, 1982-1998, ITAM., 1999.

DOOLEY, Michael A Model of Crises in Emerging Markets, NBER, working paper núm. 6300, 1997.

EATWELL, J., TAYLOR, L. Global Finance at Risk: The Case For International Regulation Ed. The New Press, New York, 2000, pp. 258.

EDWARDS, Sebastian A Tale of Two Crises: Chile and México, NBER, working paper, núm. 5794, 1996.

FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco y FERRI, Michael G. Mercados e Instituciones Financieras, Ed. Prentice Hall, 1996.

FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?, The World Bank, working paper núm. 1312, 1994.

FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo y MONTIEL, Peter J. The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: Prospects and Policy Response, The World Bank, working paper núm. 1473, 1995.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Internacional Capital Markets, agosto 1995.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Estadísticas Financieras Internacionales, varios números.

FFRENCH-DAVIS, R. Y REISEN, H. Flujos de Capital e Inversión Productiva, McGraw-Hill, 1997, pp. 242.

GIRON, Alicia "Nuevas Modalidades de Financiamiento y Riesgo Financiero", en Comercio Exterior: Flujos de Capital y Mercados Emergentes I, Bancomext, vol. 45, núm. 12, 1995.

GURRIA, T. José Ángel Flujos de Capital: El Caso de México, ONU. CEPAL., 1994.

HERNÁNDEZ, Leonardo y RUDOLPH, H. Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: is a generalized reversal likely? Banco Mundial, policy research working paper núm. 1518, 1995.

HUERTA, Arturo La Globalización. Causa de la Crisis Asiática y Mexicana, Ed. Diana, ed. 1ª, 1998.

IBARRA M. David "Globalización, Moneda y Finanzas", en El Mercado de Valores, NAFIN, 1998.

JOHNSTON, Barry y ÖTKER-ROBE, Inci A Modernized Approach to Managing the Risks in Cross-Border Capital Movements, FMI., policy discussion paper, 1999.

KRUGMAN, Paul y OBSTFELD, Maurice Economía Internacional: Teoría y Política, Ed. McGraw-Hill, 3ª ed.

LABÁN, Raúl y LARRAÍN, Felipe The Return of Private Capital to Chile in the 1990's: Causes, Effects and Policy Reactions, Harvard University, working paper, 1998.

MISHKIN, Frederic S. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, NBER, working paper núm. 8087, 2001.

OBSTFELD y ROGOFF Foundations of International Macroeconomics, MIT, 1996.

OCDE Estudios Económicos de la OCDE; México 1995, OCDE, París, 1995.

- ORTIZ, Dretz H. México: Banco de Datos, Ed. El Inversionista Mexicano, 1998.
- PÉREZ A. Elíceo S. Causas y Efectos de los Flujos de Capital: El Caso de México en 1994, ITAM., 1996.
- PORTES, Richard y REY, Hélène The Determinants of Cross-Border Equity Flows, NBER, working paper núm. 7336, 1999.
- RAMÍREZ, Miguel A. "La Crisis Financiera de Asia: Elementos Para un Debate Global", en Comercio Exterior, vol. 48, núm. 11, 1998, pp.936-941.
- RODRIK, Dani y VELASCO, Andrés Short-Term Capital Flows, NBER, working paper núm. 7364, 1999.
- ROS, Jaime Mercados Financieros y Flujos de Capital en México, University of Notre Dame, Kellogg Institute, working paper núm. 201, diciembre 1993, 78 p.
- SCHADLER, Susan, CARCONIC, María, BENNETT, Adam y KHAN, Robert Recent Experience with Surges in Capital Inflows FMI, occasional paper, núm. 108, 1993.
- SCHWARTZ, Moises J. "Los Mercados Emergentes y el Desafío del Capital Externo" en BANCOMEXT Comercio Exterior: Flujos de Capital y Mercados Emergentes I, vol. 45, núm. 12, 1995.
- SHCP Desincorporación de Entidades Estatales 1988-1993, FCE., 1994.
- SOLÍS M. Leopoldo Crisis Económico Financiera 1994-1995, Fondo de Cultura Económica, El Colegio de México, Cap. 5, 1995.
- VELASCO, Andrés Exchange-Rate Policies For Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?, United Nations, 2000.
- WALMSLEY, J. New Financial Instruments, Ed. John Wiley & Sons Inc. ed. 2ª, 1997.