

UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA
UNIDAD IZTAPALAPA

✓ CSH

✓
"LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA EN MEXICO
1988-1998"

✓ TESINA QUE PRESENTA :
✓ VERONICA CORRAL HERNANDEZ
✓ PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADA EN ECONOMIA
✓ ASESOR : ALEXANDRE TARASSIOUK K.

✓
MEXICO D.F.. ABRIL DE 2000.

UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA.

UNIDAD: Iztapalapa.

DIVISION: Ciencias Sociales y Humanidades.

CARRERA: Economía.

MATERIA: Seminario de investigación I - II.

TITULO: La inversión extranjera de cartera en México 1988-1998.

FECHA: Abril del 2000.

ALUMNA: Corral Hernández Verónica.

MATRICULA: 91236698.

ASESOR: Alexandre Tarassiouk K.

AGRADECIMIENTOS:

Agradezco sinceramente con gran afecto y respeto que me brindaron en la realización de mis estudios y al término de una etapa mas de mi vida :

A MIS PADRES :

RAUL CORRAL CORTES

QUINTINA HERNANDEZ SALAZAR

A MI ASESOR: Por guiarme y apoyarme para llegar a este objetivo .

DR. ALEXANDRE TARASSIOUK K

A MI PROFESOR : Por su gran apoyo y atención prestada.

DR. FELIPE PEREDO RODRIGUEZ

4 de Abril de 2000
A. TARASSIOUK


INDICE

INTRODUCCION	2
CAPITULO I	
CONCEPTO, ESTRUCTURA Y DETERMINANTES DE LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA.	
1.1 Concepto de la inversión extranjera.	3
1.2 Estructura de la inversión extranjera de cartera.	5
1.3 Los determinantes de la inversión extranjera de cartera	8
CAPITULO II	
LAS POLITICAS DE GOBIERNO Y EL COMPORTAMIENTO DE CAPITAL DE CARTERA EN MEXICO (1988-1998).	
2.1 Reformas del sistema financiero y entrada de capital de cartera en México (1988-1993).	12
2.2 Salida de capital de cartera y la crisis de 1994.	25
2.3 Los factores de comportamiento de capital de cartera en 1995-1998.	31
CONCLUSIONES	38
BIBLIOGRAFIA	39

INTRODUCCION.

Durante el periodo de 1988- 1998 la economía mexicana ha participado tanto en las entradas como en las salidas de capital de cartera, la inversión extranjera de cartera nos hace ver cuando un país se ve en dificultades serias por fuertes ajustes presupuestales (reducción del gasto publico en uno o más puntos porcentuales del PIB). El estudio principal de este tema es presentar un balance de los beneficios y los problemas con este tipo de inversión en México.

En el primer capitulo precisaremos lo que es la inversión extranjera de cartera; su concepto, función, objetivo, estructura y sus determinantes.

En el segundo capitulo veremos las políticas que instrumentó el gobierno para la entrada de capital de cartera en México, las reformas del sistema financiero mexicano, las causas que ocasionaron la crisis de 1994, así como también la salida de capital de cartera y todo lo que ocasionó después de esta salida y los factores de comportamiento de capital de cartera de 1995 a 1998.

Y como conclusión lo que la inversión extrajera de cartera ha ocasionado en los años de 1988-1998, diciendo que México es un país globalizador, privatizador, desregulador y sobre todo que impulsa la inversión extranjera de cartera.

CAPITULO I

CONCEPTO, ESTRUCTURA Y DETERMINANTES DE LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA.

1.1 CONCEPTO DE LA INVERSION EXTRANJERA.

La inversión extranjera es utilizada para las empresas públicas y privadas , la participación accionaria, los préstamos entre compañías matriz y subsidiaria, los instrumentos de deuda de una empresa, las participaciones en una empresa que permitan al propietario comprometerse en los ingresos o en las utilidades, la propiedad sobre bienes raíces, la participación que resulte de llevar a cabo contratos.

Hay dos tipos de inversión extranjera:

La inversión extranjera directa (IED) , es la colocación de capitales a largo plazo en algún país para la creación de empresas agrícolas, industriales y de servicios. La inversión extranjera directa que ha desempeñado un papel complementario en el desarrollo y promoción de las actividades productivas, y ha provenido de grandes capitales corporativos transnacionales; los flujos de (IED) son útiles y necesarios para cualquier nación y más para los que dependen de ella para su desarrollo económico y social, su funcionalidad reside en los campos y áreas productivas en las que puede actuar eficientemente.

La inversión extranjera de cartera o indirecta (IEC) es un conjunto de inversiones que un país hace al exterior, se efectúa a través de préstamos de organismos internacionales o particulares a empresas públicas y privadas con colocación de valores bursátiles oficiales del país receptor del crédito en bolsa de valores del país que otorga el crédito. A la inversión extranjera de cartera, se le llama dinero golondrino que llega al país cuando este paga rendimientos atractivos, rendimientos que se pagan en el mercado de dinero, este tipo de inversión puede emigrar en cualquier momento, por lo cual se convierte en instrumento de presión para el país que lo recibe.

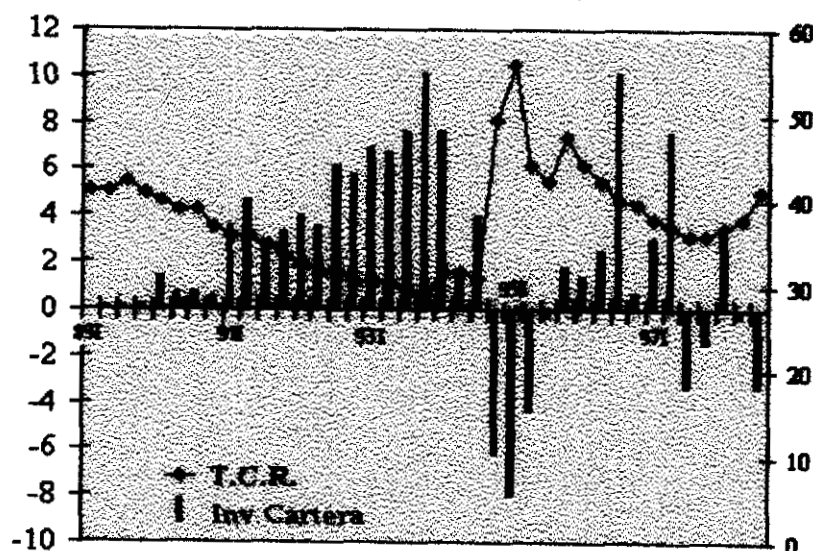
Esta clase de inversión si puede presentar un efecto desestabilizador para el tipo de cambio ya que son movimientos de divisas que se pueden presentar en forma inesperada y en cantidades importantes, además, esta inversión como regla es especulativa, en parte son préstamos del Fondo

Monetario Internacional, se efectúa en bonos de gobierno ya sean denominados en pesos o en dólares. (Ver gráfica 1).

Relación entre la inversión extranjera de cartera y el tipo de cambio real

Gráfica 1.

**Inversión de Cartera y Tipo de cambio real
en México 1989-1998**



FUENTE: Banco de México y artículo "La relación entre la inversión extranjera de cartera y el tipo de cambio real en México 1989-1998" Romero M. Indira, en Economía Informa No. 275 mzo 1999

La estructura de la IEC está constituida por: valores gubernamentales o mercado de dinero, mercado accionario, endeudamiento del sector público, endeudamiento del sector privado, endeudamiento de la banca comercial. La inversión extranjera de cartera implica mayor brutalidad y liquidez de los activos, intenso flujo de capitales, consolidación de los inversionistas, innovación en instrumentos y en sistemas de información, estandarización y desregulación de los mercados financieros.

La inversión extranjera de cartera puede ser un arma de dos filos, ya que si no se maneja adecuadamente puede resultar mas perjudicial que benéfica, esto es, que si se utiliza para complementar el ahorro interno, fortalecer la cuenta de capital, acumular reservas y promover el desarrollo económico sus efectos son benéficos. Si en su lugar se sacrifica el ahorro interno a costa del externo; se utiliza la inversión externa para financiar continuamente los déficit elevados en la cuenta corriente, entre otras cosas, los efectos resultan negativos.

1.2 ESTRUCTURA DE LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA

Valores gubernamentales o mercado de dinero:

Cetes: Certificados de la tesorería de la federación.

Pagarés: Pagarés de la tesorería de la federación.

Bondes: Bonos de desarrollo del gobierno federal.

Ajustabonos: Bonos ajustables del gobierno federal.

Mercado accionario:

ADR'S.

Fondo México.

Fideicomiso Nafin.

Libre suscripción.

Endeudamiento del sector público.

Endeudamiento del sector privado.

Endeudamiento de la banca comercial.

La deuda externa se relaciona con todas las transacciones del país con el exterior. Todas las cuentas deficitarias de la balanza de pagos, déficit comerciales y de servicios, envíos de intereses y ganancias al exterior (llamados servicios factoriales), retiros de capitales extranjeros, fuga de capital nacional que provienen de endeudamiento externo y son cuentas que solo pueden saldarse con divisas.

La deuda pública es la que maneja la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), y no incluye la deuda del Banco de México. Esta manejada por un deudor y un usuario, la deuda se divide en Gobierno Federal, empresas paraestatales (PEMEX, Comisión federal de electricidad, etc.), organismos financieros nacionales (Nafin, Bancomext, Banobras, etc.), y otros organismos que incluía a Telmex antes de su privatización.

Desde el punto de vista del acreedor o fuente de préstamo, la deuda se divide en la correspondiente a organismos financieros internacionales (deuda multilateral), gobiernos (deuda bilateral), banca privada (intermediarios financieros), bonos (endeudamiento directo) y proveedores (deuda comercial). El adeudo frente a los organismos financieros internacionales se

refiere, en el caso de Hacienda, al Banco Mundial (BM) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID); no incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que esta en la cuenta del Banco de México.¹(Ver gráficas 2.1 y 2.2).

Además de estas divisiones, podemos mencionar también plazo de vencimiento (información generalmente disponible en corto y largo plazo, es decir, con vencimiento de hasta un año y más de un año, respectivamente), país acreedor y denominación de la divisa (dólares, yenes, francos, marcos, etc.).

La crisis de deuda condujo al gobierno a asumir en algunas ocasiones deudas privadas (que se transformaban en las obligaciones de las empresas para con el gobierno), así como la política de privatización condujo, por el contrario, al transpaso de deudas del sector público a empresas privadas; este transpaso de un tipo de deuda a otro, de pública a privada o viceversa resulta ser otra variable que explica los cambios en la magnitud del saldo de la deuda.

También se ha promovido, sobre todo por parte de los acreedores, el intercambio de deuda por inversión o swaps de deuda, mediante el cual se entregan acciones o propiedades a cambio de la cancelación de determinada deuda; generalmente en ese tipo de swaps se consiguen descuentos de la deuda original. La cancelación en el caso de swaps es solo de la cuenta de deuda, puesto que se entrega un activo a cambio.

La característica principal de la deuda externa es que esta denominada en moneda no nacional, en la moneda o monedas aceptadas por los países con los que la nación tiene intercambios, aunque generalmente se trata por monedas aceptadas universalmente (dólar). Esto induce al endeudamiento externo: el requerimiento de divisas. Así sabemos que también se contrata deuda externa por motivos distintos de la inversión. (Ver gráficas 2.1 y 2.2).

Evidentemente, ambas funciones (recursos para inversión y provisión de divisas) puede coincidir o no, es decir, en endeudamiento externo se puede

¹¹ José Luis Calva, Jaime Estay Reyna, José Antonio Farias Hernández, Raimundo Martínez Fernández, México: Ciclos de deuda y crisis del sector externo. Plaza y Valdes (UIA) p.40.

generar por la necesidad de divisas, independientemente de que se destine o no a inversión.

Cada vez que por una u otra razón el país tenga necesidad de divisas, ello es potencialmente fuente de endeudamiento externo. Por ejemplo el comercio de mercancías con las exportaciones e importaciones, la prestación de un servicio corresponde el pago en divisas lo que es el turismo y las transacciones fronterizas y por donaciones unilaterales.

Deuda pública y privada en México en millones de dólares . 1988-1998.

Año	Deuda pública	Deuda pública / Deuda Total (%)	Deuda privada	Deuda privada / Deuda Total (%)
1988	85789.2	85.0 %	15125	15.0 %
1989	80618.0	85.2 %	13929	14.7 %
1990	77351.3	84.7 %	13894	15.2 %
1991	74765.6	81.1 %	17378	18.9 %
1992	74157.1	76.4 %	23206	23.9 %
1993	74157.1	68.5 %	33997	31.4 %
1994	80739.9	67.4 %	38964	32.5 %
1995	106114.1	70.5 %	44368	29.5 %
1996	102855.2	69.1 %	45985	30.9 %
1997	88321.0	64.0 %	49700	36.0 %
1998	92295.0	67.3 %	44721	32.6 %

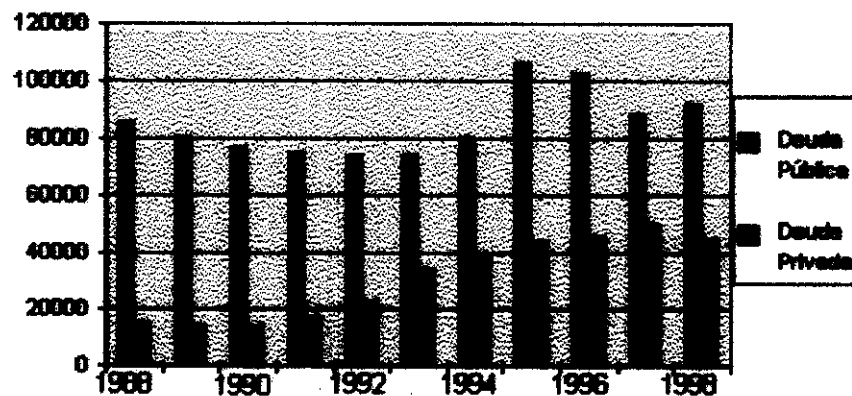
Fuente . Banco de México. informe anual 1992, 1993, 1994, ...1998.

Banco de México. Deuda pública, privada y bancaria 1996. El financiero 12 de mayo de 1997, p 4 , con base de datos en el data book.

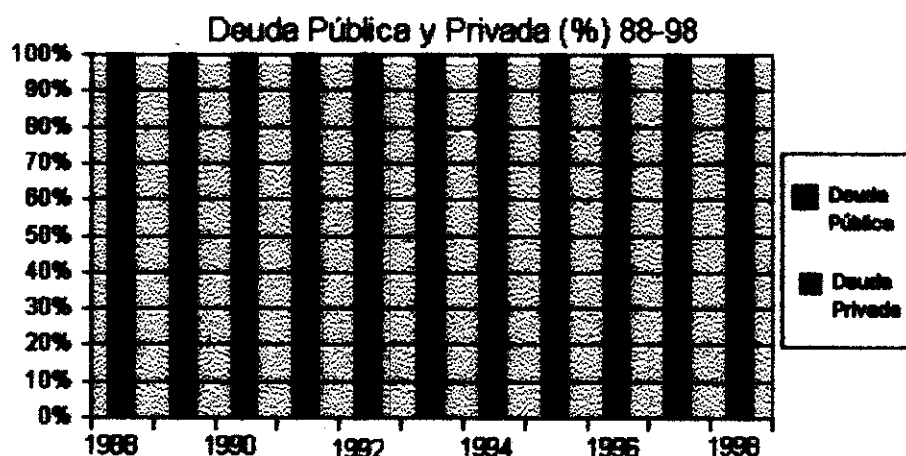
Banco de México, 1995. Comunicado de la SHCP , el financiero, 11 de abril de 1996 p 3.

Gráfica 2.1

Deuda Pública y Privada 88-98
(millones de dólares)



Gráfica 2.2



Ejemplo de la entrada de capital en 1998.

Inversión extranjera de cartera en el mercado de dinero	(1.2%).
Endeudamiento del sector público	(9.4%).
Endeudamiento del sector privado	(33%).
Inversión extranjera directa	(56.4%).

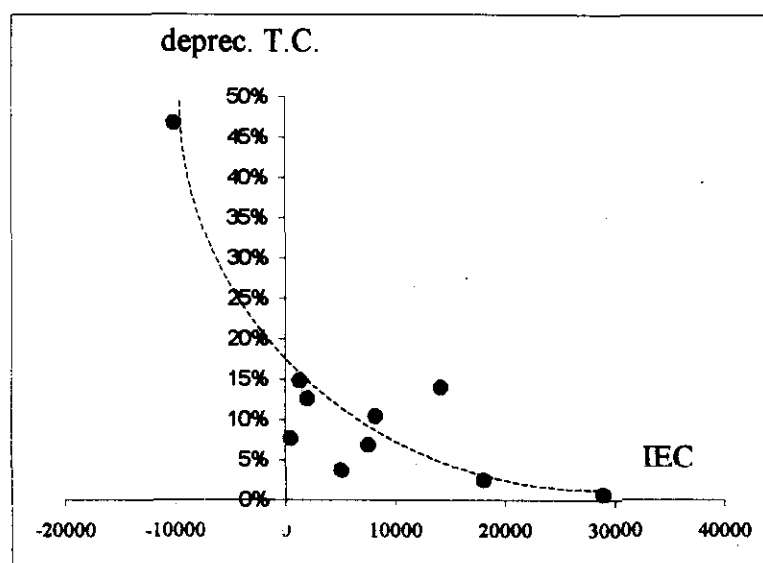
1.3 LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA.

La inversión de cartera tiene los siguientes determinantes:

- El mercado de dinero que responde al diferencial esperado entre las tasas de interés en México y Estados Unidos, la depreciación esperada del tipo de cambio, el diferencial entre el premio al riesgo y calificación riesgo país, nivel de diversificación de los fondos de inversión globales de renta fija y el ingreso mundial; y aquí el dinero está invertido en Cetes o Tesobonos que representan la deuda mexicana.
- El mercado de valores que involucra el precio/utilidad esperada, depreciación esperada del tipo de cambio, diferencial entre el premio riesgo y la calificación riesgo país, el nivel de diversificación de fondos de inversión de renta variable y el ingreso mundial, el dinero está invertido en acciones.

En la gráfica 3 se observa una relación inversa entre la IEC (inversión extranjera de cartera) y la depreciación del tipo de cambio (nominal)

Gráfica 3



FUENTES: Banco de México, Internacional Financial Statistics FMI.

Una inversión no es buena o mala por estar en México, sino por sus características de riesgo y rendimiento. Por ejemplo si las tasas de interés son altas (en términos reales) en México, comparado con Estados Unidos, las inversiones habrá que hacerlas en México y los créditos solicitarlos en el país del Norte.

Una empresa ubicada en México frente a las altas tasas de interés, debería fondearse en Estados Unidos. Sin embargo, para los bancos norteamericanos la mayor parte de las empresas mexicanas no son sujeto de crédito. Si el país no se encuentra en buenas condiciones económicas y dentro del país la empresa no es grande, entonces la probabilidad de que el crédito no pueda cobrarse es alta y los bancos no están dispuestos a arriesgarse: el riesgo es muy alto para el rendimiento. Y si la empresa es grande, le otorgaran el crédito solicitado, pero compensaran el riesgo del país de origen cobrando una tasa superior a la que cobran para empresas similares de su país.

Contratar el crédito en moneda extranjera es riesgoso por lo que conviene adquirir cobertura cambiaria. Una vez tomando en cuenta esto, el número de empresas que pueden adquirir los créditos es muy reducido.

Para nuestro objetivo, conocer las finanzas internacionales ayuda a comprender las grandes dificultades que implica para un país el comercio internacional y el flujo de capitales. Aunque haya recursos en el país que no hay en otros lados, esto no implica que haya una ventaja comparativa.

El riesgo país con la inversión extranjera de cartera se tiene con la probabilidad de que se presente un cambio abrupto en la cotización de la moneda. Esta probabilidad es totalmente subjetiva, aunque puede fundamentarse en análisis sobre la capacidad financiera del banco central.

Hay que recordar que el régimen del tipo de cambio es un problema de política económica, y no simplemente de sumas y restas de reservas internacionales; en México se maneja el tipo de cambio flotante. En ciertas condiciones, el banco central estará dispuesto a perder miles de millones de dólares de sus reservas con tal de no modificar la cotización de la moneda, o la política monetaria en general.

El riesgo de que el país no este en condiciones de cumplir con sus promesas en lo referente al tipo de cambio es muy difícil de medir, y requiere de una gran información financiera y económica, así como conocer las condiciones de política general del país. Por esta razón, existen empresas que se dedican a calificar el riesgo de las inversiones. Estas empresas hacen negocio de la confianza que les tengan los inversionistas, si ellos califican como segura una inversión que resulta ser un fraude, perderán su prestigio y estarán destinadas a la quiebra.

Las empresas más importantes en la calificación se encuentran en Nueva York y son Moody's y Standard Poor. Sus calificaciones se basan, en letras AAA, AA, A, B etc. El grado de inversión, esto es, seguridad, lo tienen las empresas, países o proyectos calificadas con A como primera letra, aunque algunas B's pueden ser bastante confiables.²

Estas empresas no otorgaron a México el grado de inversión, aunque la presión del gobierno y de los empresarios fue constante desde 1990. Si se hubiese otorgado a México esta calificación, los rendimientos que se ofrecen a las inversiones en nuestro país pudieron haber sido más bajos, logrando con esto menores tasas de interés internas que permitirán un crecimiento mas acelerado. Las excusas para no otorgar el grado fueron cambiando con el tiempo: de ser la firma del TLC, paso la excusa a las elecciones presidenciales, después el déficit comercial y la deuda externa

² M. Schettino, "Inversión Extranjera, inversión especulativa, e inversión productiva. (conceptos)". Economía, internacional, Editorial Iberoamericana 1995, cap 14 -17.

creciente. La crisis cambiaria y financiera de finales de 1994 dio la razón a las agencias calificadoras: México no merecía el grado de inversión.

La sobrevaluación (causada por un proceso inflacionario, junto con un tipo de cambio fijo o semifijo) una vez alcanzado cierto punto, cuando se suma una situación de ciertos desequilibrios de la cuenta corriente provoca una explosiva arremetida especulativa sobre el tipo de cambio con el fin de obtener ganancias cambiarias lo que hace que las presiones devaluatorias se hagan efectivas e inevitables. La contracción económica por crisis aligera momentáneamente los requerimientos de divisas, en la medida en que la nación se convierte en una gigantesca maquinaria de producción de divisas, vía depresión de importaciones e inversión para compensar los déficit, a costa de la generación de riqueza en un contexto de crecimiento de población.

El cálculo de las ganancias de una inversión de cartera será diferente al del que se realiza en una inversión directa. Sobre esta última nos interesa la productividad marginal del capital dentro del país en el que se invierte y sabemos que países con menos dotación de capital relativo a la mano de obra, son más rentables para invertir. Esto no necesariamente se vera reflejado en el mercado financiero, aunque en el largo plazo debería ser así. Para invertir en activos financieros nos vamos a fijar en variables de: tasas de interés en el mercado de dinero, inflación esperada, probabilidad de devaluación, etc.

CAPITULO II

LAS POLITICAS DE GOBIERNO Y EL COMPORTAMIENTO DEL CAPITAL DE CARTERA EN MEXICO (1988-1998)

2.1 REFORMAS DEL SISTEMA FINANCIERO Y ENTRADA DE CAPITAL DE CARTERA EN MEXICO (1988-1993).

La reestructuración de la economía mexicana se centra en la globalización en sus distintas etapas, desde el inicio de la desregulación del comercio exterior en 1985, pasando por el ingreso al GATT, la entrada en vigor del TLC, y la participación como miembro de la OCDE. Así mismo se ha promovido una liberalización de los mercados financieros nacionales, acelerada por las crisis externas de México.

En la década de los 80 en México la liberalización ha conducido a fuga de capitales, crisis bancarias, impago de créditos, caídas de la producción y desempleo masivo. La política del presidente Zedillo ha sido la de la profundización en la apertura. La experiencia fue caracterizada por grandes diferenciales en las tasas de interés que inducían al flujo de capitales hacia los países menos desarrollados, y el crecimiento de los tipos de cambio, lo cual a su vez condujo a una reducción en las ganancias en el sector de bienes comerciables, quiebras en las instituciones financieras, sin crecimiento en la producción.

Comienza la proliferación de la apertura financiera en el mundo, también la presión en acuerdos comerciales, incluyendo la participación de la OCDE, para abrir los mercados financieros y dejar flotar la moneda.³ México inicia su apertura en una situación de "represión financiera", cuando existe cierta relación entre el Estado y los intermediarios financieros que distorsionan la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero y el mercado de capital interno. La liberalización de las tasas de interés se formaría por las condiciones de mercado, elevando la tasa de deposito, provocando un incremento en el ahorro financiero y en la

³ Ver, Fischer, Bernard y Reisen, Helmut. Liberalising capital flows in developing countries. París, France OCDE, 1993 p 13.

oferta de fondos. Los beneficios de la apertura financiera se ven retardados por los efectos desequilibradores que esta tiene sobre el tipo de cambio y la falla en lograr que las tasas de interés internas converjan con el nivel de las tasas internacionales, aquí la efectividad de las tasas de interés de la apertura financiera lo constituye la baja en las tasas de interés domesticas a nivel internacional.

Con un tipo de cambio semifijo la apertura financiera tiende a ser inflacionaria, con el impacto deflacionario de la flotación libre o limpia. Con diferenciales de tasas de interés positivos en relación, a los mercados financieros mundiales, un increíble desliz puede inducir excesivos flujos de capitales en portafolio los cuales fácilmente sobrepasaran las posibilidades de esterilización del banco central. Sin restricción económica, la inflación crecerá, pero además el excesivo flujo de capital tiende a utilizar el apoyo de las políticas restrictivas.

México ha entrado al proceso de globalización vía crisis periódicas del sector externo debido a factores estructurales y de política económica. En los ochenta experimentamos la fuga de capitales, actualmente los efectos positivos de la modernización y desregulación del sistema financiero (liberalización de las tasas de interés, reprivatización, innovación en los instrumentos, etc.), se interrumpieron por la crisis de diciembre de 1994.

El conjunto de condiciones que han expulsado al capital, han sido la sobrevaluación del tipo de cambio, la falta de permanencia de ahorro interno por las tasas de interés real negativas, y el riesgo político. Esta salida de capital se asocia a la globalización y al escaso desarrollo del mercado bursátil mexicano.

Los factores estructurales y los errores de política monetaria y de coordinación con la política fiscal, han sido considerables. Estos aspectos estructurales se refieren a que los instrumentos del mercado de valores mexicano financian principalmente al sector publico, por otro lado el sistema bancario se caracteriza por la existencia de pocos bancos y un alto grado de concentración; el bajo grado de desarrollo económico que impacta directamente la innovación tecnológica el sector financiero (en equipo e instrumentos financieros); el reducido nivel de ahorro interno (per capita y ahorro financiero interno: M4 menos billetes y monedas y Ficorca)

asociado al lento crecimiento y a los bajos ingresos de la población; la regulación y la escasa cultura bursátil de inversionistas y emisores.⁴

Existen una serie de fenómenos acordes a la globalización financiera que deberán influir positivamente en el desempeño económico, pero que en el corto plazo condujeron a una fuerte crisis cambiaria. Estos cambios se centran en el proceso de liberalización del mercado mexicano y que comienza a partir de 1988, cuando observamos en el país reformas que involucran a los intermediarios financieros, sus formas de operar y también importantes reformas en la política monetaria y sus instrumentos en conjunto.

El recurrente déficit externo, el déficit público y la contabilidad del peso conducen a la orientación de la política monetaria en función de la existencia de reservas suficientes, de manera que la debilidad de estas, en un entorno globalizado, es muy explosiva.

La línea de reformas del sistema financiero mexicano ha seguido una constante hacia su mayor liberalización, tratando de adaptarse a las condiciones de los mercados financieros mundiales, pero se ha expuesto demasiado el conjunto de toda la economía a los movimientos internacionales de los capitales, donde predomina una lógica rentista sobre cualquier proyecto productivo sólido de mediano y largo plazo.

En el periodo de 1988 a 1992 se llevaron a cabo reformas importantes orientadas a liberar el sistema financiero con el objetivo de mejorar la eficiencia de la intermediación e introducir "un sistema de gestión monetaria que descansara mas en la transmisión de las señales del mercado que en los controles directos sobre el crédito o la tasa de interés"⁵

A finales de 1988 se inicia una transformación del sector financiero cuyo punto de partida fue una estricta disciplina fiscal y la lucha contra la inflación, buscando elevar la eficiencia en la intermediación. La modernización buscó la flexibilización en la operación de los mercados, y la complementariedad de las instituciones, pasando, a su vez, por una serie de etapas. (Ver gráfica 4).

⁴ Gutiérrez Pérez, Antonio y Garrido Noguera Celso. Transiciones financieras y TLC . Ed. Ariel, UAM- Azcapotzalco , México, 1994, p, 107-109.

⁵ Ibid p 187

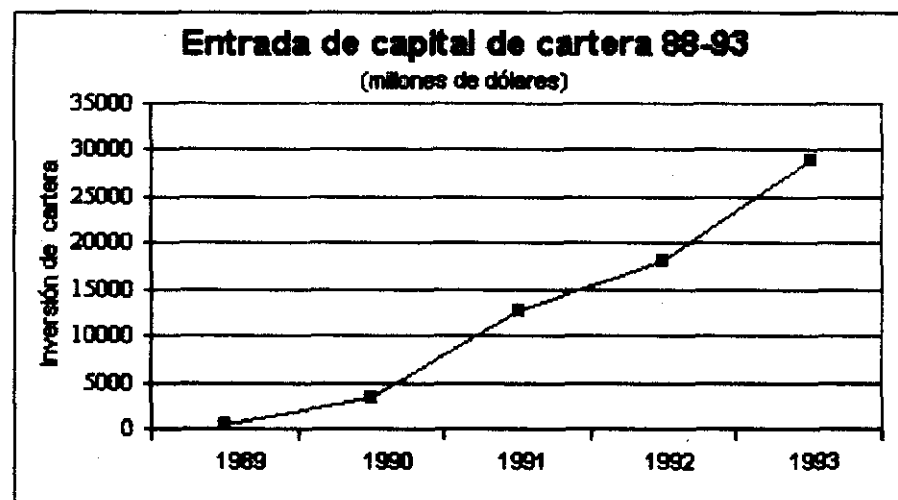
La primera etapa es la de desregulación y liberalización. En 1988 se inicia la eliminación de los cajones de crédito, continuando con la eliminación del encaje legal.

La segunda etapa es de reformas legales. En 1989 se impulso el paquete legal financiero que modificaba ordenamientos de las principales instituciones bancarias y financieras.

Entrada del capital de cartera 1988-1993 en millones de dólares.

año	entrada de inversión de cartera
1989	351
1990	3370
1991	12753
1992	18041
1993	28919

Gráfica 4



FUENTES: Banco de México. Informes anuales 1989 a 1994.

La tercera etapa es la privatización bancaria, que se inicio de 1990 y finalizo en julio de 1992 (Los recursos obtenidos fueron de 42.5 millones de nuevos pesos) y permitió asimismo, la conformación de agrupaciones financieras.

La ultima etapa es la apertura de mercados. Esta fase responde a la globalización de los sistemas financieros a nivel internacional, e implica dos procesos paralelos: el TLC, y la internacionalización del sector.

El primero se refiere al establecimiento de instituciones financieras entre los países miembros del TLC. En un principio se excluían las actividades integrantes de sistemas de seguridad social, pero se da marcha atrás con la legislación sobre las Afores. Se excluyen formalmente las políticas monetaria y cambiaria y las de banca de desarrollo. El segundo proceso trata de crear el marco jurídico que permita competir mejor con las instituciones extranjeras. Son las reformas al paquete financiero aprobadas el 23 de julio de 1993. Además se modificó la forma de financiar el déficit público con la autonomía del Banco de México que entro en vigor a partir de abril de 1994.

La orientación de los cambios en el mercado de valores era la de convertirlo en medio de financiar la inversión e impulsar el crecimiento, lo cual parecía haberse logrado hasta 1993 y en cierta medida en parte de 1994⁶, cuando el mercado de valores se constituyo para el sector privado en una alternativa de obtención de recursos, para la banca comercial en fuente de fondeo, y para el gobierno en un vehículo de emisión de deuda pública interna e instrumento de política económica.

El crecimiento del mercado de valores se fincó en el desarrollo del mercado, la adecuación del marco legal y regulatorio, y la internacionalización. El mercado accionario llevo a cabo la automatización y monitoreo para el seguimiento del mercado, instrumentó el mercado de derivados, mejoró el sistema de listado de emisoras, y mejoró la custodia y liquidación de valores (elementos fundamentales para la operación de los ADR's). En el mercado de dinero se regularizó el registro y oferta de papel comercial, en 1990 se autorizó la primera empresa calificadora de valores, se estableció la normatividad de las sociedades de inversión de renta fija para personas morales, etc.

Se llevó a cabo el proceso de internacionalización del mercado de valores, donde se distinguen dos etapas, la de 1989 de modernización y desarrollo, y la de 1993 de interconexión del sistema bursátil con otros sistemas financieros.

⁶ El valor de capitalización del mercado accionario paso del vigésimo sexto al noveno lugar mundialmente entre 1989 y 1992, pasando su proporción con respecto al PIB del 14 al 42 por ciento

La primera etapa que va de 1989 a 1993 se caracteriza, primero, por la apertura del sector a la inversión extranjera de portafolios.

Además, la participación de emisoras e intermediarios mexicanos en el extranjero, y el establecimiento de esquemas para la operación internacional y la interconexión. En esta etapa se distinguen las siguientes medidas: la introducción del mecanismo de inversión neutra, la eliminación de restricciones para que los extranjeros puedan comprar títulos de deuda gubernamentales; la creación de alternativas de inversión y cobertura para los inversionistas extranjeros como la participación en el capital de casas de bolsa, y facilidades para la repatriación de capitales.

En general, la apertura financiera mexicana dio como resultado formas muy ágiles del comercio de servicios financieros ⁷. La modalidad básica de esta integración iniciada en México a partir de 1988, ha sido la colocación en mercados extranjeros de documentos negociables, amparados por valores mexicanos, a través de un fideicomiso entre intermediarios nacionales y extranjeros. Los instrumentos de estas operaciones son los ADRs, las acciones de libre suscripción serie B, las inversiones neutras o Certificados de Participación Ordinaria (CPOS) y los Fondos-país.

La segunda etapa de la internacionalización, en cierta medida frenada por la crisis cambiaria, parte de las reformas de julio de 1993 a la ley del Mercado de Valores, y tienen como objetivo intensificar la interconexión del sistema bursátil con otros centros financieros mundiales con la intermediación de títulos extranjeros en México a través del Sistema Internacional de Cotizaciones, y su negociación por oferta pública en territorio nacional.

Todo este conjunto de reformas orientadas por la modernización y la internacionalización llevaron a la explosión de la inversión extranjera en el mercado bursátil, se establecieron los mecanismos a través de los cuales se desencadenaría la crisis cambiaria de diciembre de 1994.

⁷ El comercio internacional de servicios financieros bursátiles implica emisores, instrumentos, intermediarios, mercados o bolsas nacionales. Se realiza como el comercio transfronterizo de servicios financieros, y mediante el establecimiento en el país de subsidiarias, sucursales o agencias de una institución financiera extranjera para la realización de la inversión extranjera directa en el sector o la participación en el mercado de alguna empresa nacional, así como la representación nacional de instituciones financieras en el exterior.

Particularmente nos referimos a la participación del capital de corto plazo procedente de los mercados mundiales y su colocación en títulos de deuda interna, primero en Cetes y posteriormente en Tesobonos, que fueron introducidos en 1988-1989 como instrumentos de deuda con rendimientos vinculados al tipo de cambio en términos de dólar y a la inflación interna para contribuir a prolongar el vencimiento de la deuda gubernamental y facilitar la administración de riesgos del sector privado, dando origen a una deuda interna con características de deuda externa.

Los factores de atracción del capital extranjero en 1989-1992.

El interés en el estudio de la relación existente entre el tipo de cambio real (TCR) y la inversión extranjera de cartera (IEC) estriba en el reconocimiento de que en las economías abiertas y pequeñas, que enfrentan entradas masivas de capital externo de corto plazo, el tipo de cambio real comienza a apreciarse y lo contrario sucede cuando estos capitales salen del país.

Este fenómeno económico se ha hecho presente en el país desde finales de la década de los ochenta, cuando comenzaron a fluir a la economía mexicana importantes cantidades de capital externo (principalmente de corto plazo) hasta alcanzar su punto máximo en 1993, fecha en la que entraron en la economía mexicana, 29400 millones de dólares (7.5% como proporción del PIB)⁸. Estas entradas de capital externo fueron el resultado tanto de factores externos como internos.

Uno de los principales factores que destacan es la caída en la tasa de interés de Estados Unidos. Los principales factores internos que contribuyeron a la atracción del capital externo hacia México fueron: reestructuración significativa de la deuda externa de México bajo el Plan Brady; instrumentación de un ambicioso programa de privatización; la adopción de una política cambiaria con un fuerte compromiso hacia la estabilidad del tipo de cambio nominal; la puesta en marcha de una reforma estructural profunda que abarcó, principalmente la apertura comercial y la liberalización financiera (liberalización de cuenta de capitales)⁹

⁸ Guillermo Calvo, *Private Capital Flows to Emerging Markets*, IMF, 1996, p 85

⁹ En un artículo publicado por la UNCTAD su autor José María Farinelli, afirma que dos principales fuerzas son las que influyeron en los países en desarrollo para que abrieran la cuenta de capital: la desregulación de los mercados financieros en los países desarrollados, junto con la integración de los mercados nacionales de capital, y la otra, las recomendaciones de Consenso de Washington, el cual promovió la eliminación de los controles y distorsiones en la economía, con el fin de ayudar con el

Durante 1988, como parte central de un programa de estabilización, el tipo de cambio permaneció fijo con respecto al dólar en Estados Unidos. El esquema de paridad fijo fue seguido por un periodo de depreciación pronunciada que, eventualmente, en noviembre de 1991, fue sustituido por una banda que acotaba las fluctuaciones del tipo de cambio. Esta banda se iba ampliando gradualmente hasta alcanzar una diferencia cercana a 15% antes del colapso del régimen cambiario en diciembre de 1994. Con esta política de tipo de cambio, este permaneció prácticamente fijo en un promedio de 3.1 pesos por dólar. La estabilidad cambiaria era casi garantizada, lo cual contribuía a atraer elevados montos de fondos externos hacia títulos de corto plazo en poder de extranjeros, alcanzo cierto nivel crítico el manejo de tipo de cambio empezó a estar restringido por consideraciones que rebasaban el objetivo de la estabilidad de precios.

Cualquier señal de flexibilidad en el manejo cambiario podía desatar una corrida contra los títulos en moneda nacional en poder de extranjeros y por tanto un ajuste del tipo de cambio para evitar un problema de insolvencia. En cuanto al papel de la liberalización financiera, como fuente de atracción de los flujos externos de capital, podemos notar que los siguientes factores contribuyeron a esa entrada: liberalización financiera, desregulación de las tasas de interés, eliminación de los controles selectivos al crédito, eliminación de los encajes legales a los bancos, modificaciones al régimen de inversión extranjera encaminadas a facilitar la entrada de capital financiero externo.

El endeudamiento es una forma de adquirir la inversión extranjera de cartera, ya que representa el ahorro poseído por nacionales y extranjeros en moneda aceptada universalmente.

La deuda externa esta relacionada con todas las cuentas deficitarias de la balanza de pagos, déficits comerciales y de servicios, retiros de capitales extranjeros, fugas de capital nacional son potencialmente engendradoras de endeudamiento externo en la medida que se trata de cuentas que solo pueden saldarse con divisas y si existen déficits sistemáticos que recurren a las cuentas con el exterior, se requerirán divisas suplementarias.

crecimiento vía mejoramiento de la localización de recursos. Romero Marqués Indira. "La relación entre la inversión extranjera de cartera y el tipo de cambio real en México 1989-1998". Economía Informa, núm 275. México, marzo 1999.

México tiene una gran necesidad de importar, así como las condiciones de menor seguridad y como consecuencia una mayor volatilidad de capitales y mayor tasa de interés y ganancia, para atraer extranjeros.

La inversión de cartera empezó a fluir en cantidades vertiginosamente crecientes en el momento en el que los flujos de cuenta corriente se deterioraban también a ritmo vertiginoso, en 1991-1993 la inversión de cartera fue de 59703 millones de dólares es decir el 83.4% de la inversión externa total¹⁰.

Esto se dio gracias a los campanazos de principio de sexenio, de los cuales destaca el de la renegociación de la deuda externa. Por el contrario los inversionistas nacionales, iniciaron la fuga de capitales ya desde 1991, a despecho de los manipulados cálculos oficiales y semioficiales.

La base del inicio de la década era una apertura generalizada:

- 1) Acuerdo bilateral y regional firmados con Estados Unidos y Canadá, Chile, Costa Rica y el grupo de los 3.
- 2) La desregulación financiera interna y cambiaria.
- 3) Las políticas de atracción de flujos de capital en todas sus formas, el endeudamiento externo con los organismos financieros transnacionales, la apertura del mercado accionario y colocación de bonos y valores gubernamentales privados en el exterior.
- 4) El ingreso y la activa participación en instituciones multilaterales, controlado por países como Estados Unidos, Alemania, Japón, como el GATT, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y la Comunidad del Pacífico.

Y México para ser atractivo ante los países ricos participó con la apertura al exterior, la liberalización de mercados internos y el achicamiento del gobierno, en su participación como productor y en su intervención como regulador. Y ya que México se caracteriza por ser desregulador, privatizador, globalizador y con la confianza de recursos internos para impulsar el crecimiento como la inversión extranjera de cartera-endeudamiento, es fácil decir que tiene insuficiencia de ahorro interno e insuficiencia para disponer de la mano de obra ya que su tasa de ahorro es

¹⁰ Véase Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública. Acciones y resultados del cuarto trimestre. Banco de México. Informe anual (varios números) y Acervo Histórico, 1994, p 59.

inferior al 10% y es limitado el ahorro interno y cada vez es mas costosa la entrada de créditos e inversiones en México que son necesarios para financiar la carencia de divisas y pagar los servicios de los débitos foráneos.¹¹

Los cambios estructurales recientes en las condiciones económicas mundiales al afectar al sector financiero estimulan la búsqueda de maximizar beneficios reduciendo el riesgo a través, del manejo de portafolios. El stock petrolero tuvo un importante efecto en las cuentas corrientes de los países del mundo entero influyendo en la dirección de los flujos internacionales de capital, y en la necesidad de desarrollar los mercados financieros. El problema era la colocación de los petrodólares, y financiar el déficit de los países industrializados, además el stock petrolero disparó el proceso inflacionario a nivel mundial dando origen a la volatilidad de las tasas de interés y de tipo de cambio.

La inestabilidad en estas variables básicas del sistema financiero predetermina el contenido de las revoluciones en la esfera financiera, como son, el manejo de los riesgos crédito y cambiario.

La apertura financiera ha creado una mayor movilidad de los capitales, así como la interdependencia de los mercados, además de las diferencias entre los mercados desarrollados, existe la diferencia básica entre los mercados emergentes y desarrollados, que originan ciclos financieros encontrados y diferencias en los rendimientos en el proceso de igualación de las tasas de interés. Esto orienta el flujo de capitales en distintas direcciones, pero ahora con mayor velocidad y flexibilidad, lo cual trae consecuencias desastrosas para las economías emergentes que no cuentan con la infraestructura financiera física e institucional, ni con la experiencia en el control de estos nuevos fenómenos.

Se han constituido grupos financieros que tienen una administración única y prestan servicios en paquete. Estos grupos disminuyen los márgenes de

¹¹ Lerinche C y Martínez. Pérez F. "La crisis productiva y financiera mexicana". UAM. Azcapotzalco 1997, p 55.

intermediación, y los costos de los servicios financieros ofrecidos. Esta es la base del dinamismo en las transacciones internacionales.¹²

Al mismo tiempo un fenómeno característico de la economía global, es la expansión de los flujos de capitales de comercio de bienes y servicios, esta creciente desvinculación entre los flujos de comercio de bienes y servicios frente a los movimientos de capitales, en donde los últimos superan a los primeros, representa una constante amenaza para la estabilidad económica internacional al establecerse una verdadera economía de casino, donde se pueden obtener grandes utilidades financieras en una economía donde se sacrifica la expansión de la producción y el empleo en aras de sostener la irrefrenable expansión de la ganancia financiera internacional.

La estructura y distribución de los flujos financieros hacia México muestra cambios según su permanencia en la economía. Existe la tendencia por un lado de una mayor participación de las empresas transnacionales en México vía inversión directa, y por otro de la bursatilización y volatilidad propias de los capitales de corto plazo. Las inversiones de cartera (IEC) y de corto plazo pueden entrar y salir en cualquier momento de las economías receptoras, provocando grandes daños.

Esto implica una reducción de los niveles de riesgo (dado que están denominados en distintas monedas), y presupone la desregulación de los controles existentes, de manera que en una situación de tipos de cambio flexibles, las tasas de interés nacionales convergen con las internacionales, corregidas por una prima equivalente a la devaluación esperada por los agentes.

¹² La innovación en instrumentos en los sistemas financieros y bursátiles busca la reducción de riesgos y el aumento de las ganancias combinando alternativas de inversión. Los productos financieros se dividen en tres categorías: (derivados), de transferencia de riesgo crédito y los que generan liquidez. Los primeros permiten la transferencia de riesgo precio a una contraparte, el especulador, quien asume el riesgo y toma la posición contraria a los agentes que buscan la cobertura. El valor de los productos derivados depende del valor de uno o varios instrumentos básicos (el valor de una determinada acción o bono, de tipo de cambio, de índices bursátiles, etc.) los derivados mas comunes son los futuros, las opciones, y las swaps. La transferencia del riesgo crédito se hace a través de la negociación de documentos de préstamo como las letras de crédito, las facilidades para la emisión de letras, los préstamos transables, el factoraje, el arrendamiento financiero y los derivados del proceso de valoración de los activos: las ventas y comercio de préstamos bancarios, la emisión de valores que actúan como sustitutos de los préstamos (papel comercial, pagares de tasa flotante y europagares), y la emisión de valores de activos respaldados. Lerinche C y Martínez Pérez F. La crisis productiva y financiera. UAM-Azcapotzalco, 1997, p 44.

Al mismo tiempo la convergencia de las tasas de interés reflejaría una disminución de la volatilidad de la inflación mundial. En 1994 el déficit en cuenta corriente en México se acercó al 8% del PIB, presionando los mercados financieros, y a pesar de que el FMI reconoce que los controles y restricciones a las entradas de capital se justifican, cuando la afluencia sea principalmente de corto plazo y de carácter especulativo, las autoridades financieras de México establecieron que el rumbo de la macroeconomía sobreincentivara la entrada de capital financiero al país, lo cual generó una de las mas profundas crisis en la historia del país.¹³

En la esfera financiera, se emprendió un radical proceso de reforma neoliberal. Hasta entonces, el sistema bancario mexicano (lo mismo que el sistema bursátil) se desarrollaba bajo un régimen subordinado a los intereses superiores de la esfera real de la economía otorgando financiamiento barato a los sectores privilegiados y al encarecer el crédito a los sectores no privilegiados.

En particular, el régimen del encaje legal o sistema de depósitos obligatorios de los bancos comerciales al banco central era nocivo según los neoliberales. Generalmente los recursos obtenidos por el Banco de México, se canalizaban hacia sectores considerados como prioritarios para el desarrollo económico del país, incluyendo al propio gobierno, esta situación generó una escasez de crédito para los sectores no prioritarios.

Con respecto a la eliminación gradual de controles cuantitativos de crédito, la segunda fase en el proceso de liberalización financiera se inicio en 1988, con la eliminación de los cajones de crédito a sectores de alta prioridad, y continuando con la supresión de los requisitos de reserva obligatoria. De esta manera, a partir de octubre de 1988 solo los saldos bancarios de las cuentas de cheques y de ahorro estuvieron sujetos a limitaciones relacionadas con el porcentaje que debería de canalizarse a sectores de alta prioridad y a los bancos de desarrollo, además del requisito de reserva obligatoria.

El resto de las obligaciones bancarias quedo liberado de mecanismos de crédito selectivo y el anterior régimen de una reserva mínima para créditos directos al gobierno fue sustituido por un requisito de liquidez, que

¹³ Griffin Keith y Rahman Khan, *Globalization and the Developing World* Unrisd, Genova, Economy p 16-17.

únicamente estableció la obligación de mantener el 30% de la cartera en bonos de gobierno. En abril de 1989, se extendió la reforma a los depósitos a plazo, y en agosto sucedió lo mismo con las cuentas de cheques. Para agosto las autoridades abandonaron el mecanismo de crédito selectivo y establecieron las condiciones para eliminar lo que quedaba de reserva mínima.¹⁴

A estas reformas del sistema bancario mexicano se agregó la reforma de la Ley del mercado de valores y de la legislación sobre inversión extranjera, que otorgaron mas libertad a los intermediarios bursátiles y abrieron de par en par las puertas de la Bolsa Mexicana de Valores a la inversión extranjera.

Se esperaba que la reforma neoliberal del sistema financiero mexicano cumplieran dos objetivos: 1) incrementar la generación de ahorro interno, con el fin de recuperar el crecimiento estable y sostenido que, tradicionalmente había tenido la economía mexicana a lo largo de varias décadas de nuestra historia, 2) apoyar y promover la productividad y competitividad de la economía nacional mediante un sistema financiero amplio, diversificado y, sobre todo moderno, capaz de ampliar el monto de los recursos disponibles en cantidad suficiente y canalizarlos de manera eficaz y oportuna hacia aquellas actividades productivas mas dinámicas, que permitan alcanzar los niveles de crecimiento deseados.

Sin duda, la reforma neoliberal de los mercados financieros que comprendió la liberalización de las tasas de interés bancarias, la eliminación de los cajones de asignación selectiva del crédito a las actividades productivas, la supresión de los encajes legales (depósitos obligatorios de los bancos comerciales en el banco central), la apertura externa gradual del sector financiero, la reprivatización bancaria, la reforma de la ley de mercado de valores y las reformas liberalizadoras de la legislación sobre inversión extranjera trajo consigo un crecimiento dramático del ahorro financiero.

Los instrumentos monetarios de ahorro financiero saltaron sin considerar las tenencias extranjeras, del 23.8% del PIB en 1988 al 43% del PIB en 1994 (o al 38.2% del PIB en 1994 si descontamos las tenencias

¹⁴ Pedro Aspe, El camino de la transformación económica, México, Fondo de Cultura Económica, 1993, p74

extranjerías); y el valor de capitalización del mercado accionario aumentó del 7.7% del PIB en 1988 al 38.1% del PIB en 1994 (o al 28.3% si descontamos las tenencias extranjeras). De esta manera, las reformas neoliberales lograron, efectivamente, aumentar de manera explosiva la profundidad de los mercados financieros; y lo que se logró fue un mayor grado de apalancamiento financiero de la economía.¹⁵

La IEC es un punto medular de las políticas de la administración salinista ya que en los marcos del modelo neoliberal era necesario liberalizar la balanza de capitales para financiar la balanza de pagos y sostener la política cambiaria. A continuación se presenta un breve paréntesis para explicar que sucedió con el ahorro externo que se encuentra invertido en la inversión extranjera directa, endeudamiento directo e inversión de cartera.

Primero: Se fomento al ahorro externo a costa del interno en el sexenio salinista, (contradiendo lo que postula el Plan Nacional de Desarrollo) que dice que el ahorro externo debe ser complementario y no sustituto en el financiamiento económico.

Segundo: El ahorro externo se utilizó como fuente principal de financiamiento, estrategia que resulta errónea ya que no es posible mantenerlo actuando así a largo plazo. El ingreso de las inversiones de cartera se calculó que fue un 70.3% de los flujos totales de inversión.¹⁶

2.2 SALIDA DE CAPITAL DE CARTERA Y CRISIS DE 1994.

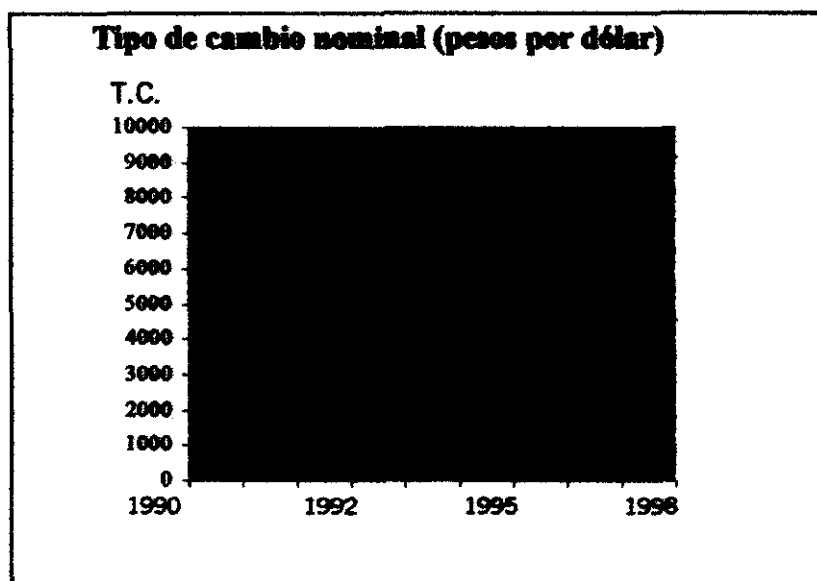
Los acontecimientos de 1994 en México respecto al comportamiento del tipo de cambio del peso frente al dólar, reflejan en gran medida la influencia de volatilidad de los mercados de divisas en los países industrializados, y de todo el sistema financiero globalizado, cuya característica básica ha sido el riesgo y el desarrollo de novedosos instrumentos para manejarlo. Respecto al tipo de cambio sus variaciones fueron violentas: el peso mexicano entre el 20 de diciembre de 1994, y a principios de abril de 1995 en cerca de 110%, y a su vez el dólar cayó frente al marco Alemán en 24% y respecto al Yen en 28% en igual lapso.¹⁷ (Ver gráfica 5).

¹⁵ Véase J.L. Calva, Liberalización de los mercados financieros. Resultados y alternativas, México, Juan Pablo Editor, 1996.

¹⁶ Guillermo Romo Arturo. "El modelo neoliberal" CEDEFNA, México, 1998, p 84.

¹⁷ Garrido, Celso y Peñaloza, Tomas. Ahora y Sistema Financiero en México. Grijalvo y UAM-Azcapotzalco, México, 1996, p 221.

Gráfica 5



FUENTE: Banco de México

Los flujos especulativos determinan tipos de cambio y tasas de interés mientras que el mundo real de bienes y servicios en lugar de determinar, resulta siendo determinado por dicho movimiento especulativo.

México en el sexenio salinista vivió cambios en la orientación de los flujos financieros internacionales, que trajeron la primera crisis del nuevo mundo del mercado de finanzas; la política económica salinista estuvo determinada por el comportamiento de altas tasas de interés generando flujos constantes de capitales externos a la economía mexicana. Las tasas de interés nacionales fueron bastante competitivas hasta marzo de 1994, sin embargo el asesinato de Colosio agudizó las presiones del bajo ritmo de ingresos de capitales y del déficit de cuenta corriente, por lo que tuvieron que incrementarse las tasas una vez mas y devaluar el peso. Los mercados nacionales dejaron de ser atractivos para los inversionistas, y ya no soportaron el alza de tasas internacionales en diciembre de ese año.

Con la crisis cambiaria de 1994, y ante el peligro de suspensión de pagos por parte de México, surgieron los planes de salvamento por parte del ejecutivo de Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional. Los déficit de cuenta corriente fueron financiados principalmente mediante grandes ingresos de capital extranjero, de los cuales el mayor componente era la inversión de cartera. La importancia de la entrada de capitales a corto plazo puso a la economía mexicana en una situación de vulnerabilidad a los

cambios de las expectativas en los mercados financieros, cuyos efectos resultaron desastrosos dadas las condiciones creadas por la liberalización del sector financiero, nacional, y en general la globalización.

A la crisis de la devaluación en México le seguiría, una profunda crisis del sistema financiero y del bancario; el gobierno mexicano profundiza las reformas hacia la mayor apertura al sistema financiero dada la falta del ahorro interno de capital de los bancos nacionales por lo que la reanudación del crecimiento generará, ya no solo el déficit de cuenta corriente, sino que se emprenderá la expansión con inversión extranjera que formará parte de los activos de las empresas y bancos importantes en el esquema de economía abierta.

Con el incremento de las tasas de interés después del asesinato de Colosio, no se logro revertir el flujo de capitales hacia el extranjero porque los problemas del sector bancario limitaban los márgenes de maniobra del banco central. En lo sucesivo, las reservas internacionales permanecieron prácticamente sin cambio, pues a las arremetidas contra el peso se hacía frente en gran medida con emisiones crecientes de Tesobonos.

Y en 1994 se conjugan, el enorme déficit de la cuenta corriente, la sobrevaluación del tipo de cambio, la gran deuda interna con características de externa y su elevado nivel de liquidez, alza de las tasas de interés en los Estados Unidos y la inestabilidad política interna. Pero el 20 de diciembre de 1994 ante un nivel insostenible bajo de las reservas de divisas, el gobierno decidió ampliar la banda de fluctuación del tipo de cambio, permitiendo que el peso se devaluara en un 15%. Dos días mas tarde, bajo la incesante presión en contra del peso, se permitió que el tipo de cambio flotara libremente y, para finales de diciembre, el peso había caído alrededor del 30% con respecto a su nivel de finales de noviembre; el movimiento a la baja continuó a principios de 1995. Durante ese tiempo, las tasas de interés aumentaron y el mercado de acciones se desplomo.¹⁸

El gran déficit comercial generó una creciente vulnerabilidad al financiarse con capital de corto plazo, lo cual aunado con la emisión de Tesobonos resultó bastante explosiva. La inversión extranjera en cartera llegó a 17 mil millones de dólares en 1993, tres veces mayor que la directa.

¹⁸ OCDE. Estudios Económicos de la OCDE. México 1995, París, 1996.

De hecho en 1994 los ingresos netos de capital extranjero cayeron después del asesinato de Colosio, la inversión en activos y en valores gubernamentales se redujo en 6 mil millones de dólares en enero a noviembre de 1994. Otras salidas de capital, incluidas las fugas de capital se duplicaron y llegaron a 10 mil millones en 1994. El tamaño de las inversiones de cartera acumulada, hizo muy vulnerable la economía a los cambios de expectativas en los mercados financieros, de manera que en todo 1994 salió capital al extranjero, el superávit de la cuenta de capital se redujo a 10 mil millones de dólares y las reservas a 12 mil millones de dólares a principios de diciembre de 1994.¹⁹

La fuga de capitales estuvo presente en los primeros dos trimestres de 1994 (6462 millones de dólares y 5289 millones de dólares) continuando una tendencia existente desde 1991. La inversión de cartera siguió afluyendo durante los primeros trimestres del año siendo de 8616 millones de dólares. Parecería extraño que las reservas del Banco de México alcanzaran niveles superiores cercanos a los 30 mil millones de dólares a fines de febrero a pesar del ascenso de las tasas de interés en EU en ese mes. La afluencia de capitales durante los primeros meses del año obligó a las autoridades a realizar diversas operaciones de regulación monetaria para atender las presiones que se generan por esta entrada. (Ver gráfica 6).

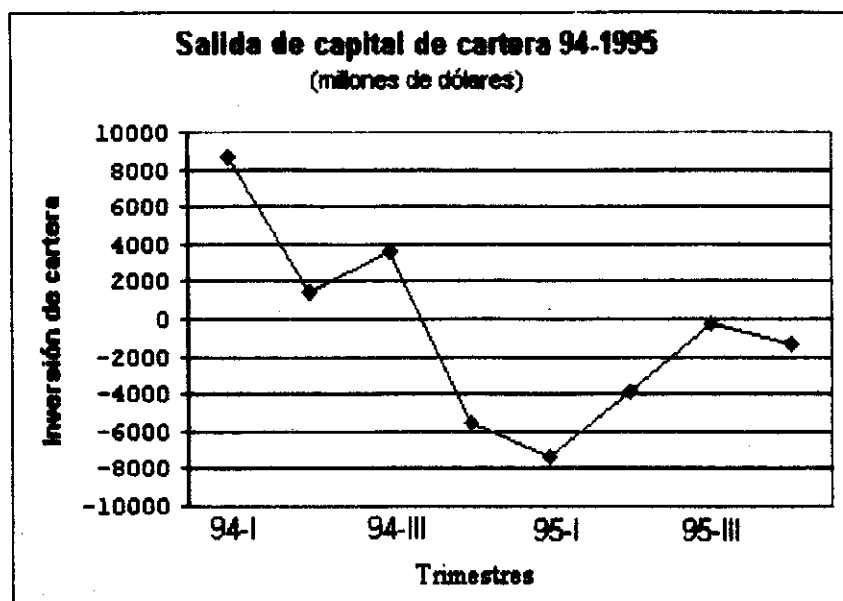
Salida del capital de cartera en millones de dólares 1994-1995.²⁰

Año	marzo	junio	septiembre	diciembre
1994	8616	1437	3647	-5515
1995	-7355	-3834	-248	-1297

¹⁹ OCDE, México, 1995, p18.

²⁰ Véase Enrique Cárdenas. La política en México 1950-1994, México Fideicomiso Historia de las Américas, Colegio de México, FCE, 1996

Gráfica 6



FUENTES: Banco de México .Informes anuales 1994 y 1995

Las reservas empezaron a bajar a finales de marzo y durante todo abril en mas de 10 mil millones de dólares, tal parece que la fuga se hubiera acelerado considerablemente durante la última parte del primer trimestre, a partir del asesinato de Colosio.

Es interesante hacer notar que mientras la reducción de pasivos en moneda extranjera del Banco de México después del asesinato de Colosio se debió alrededor de un 80% a retiros de mexicanos, los extranjeros comenzaron a retirar sus fondos hasta agosto, probablemente en respuesta a la disminución del diferencial de tasas de interés en México y los Estados Unidos.²¹

La inversión de cartera reacciona desfavorablemente con una reducción importante de los flujos en el segundo trimestre ante la evolución de los acontecimientos, en el tercero tanto los inversionistas extranjeros como los nacionales comenzaron a ingresar dólares en la economía mexicana (como se desprende en primera instancia de las cifras de 3646 millones de dólares de inversión de cartera y 3372 millones de dólares de repatriación de capitales, la explicación se da por factores políticos, como el resultado de la elección de candidatos del PRI y la estabilidad derivada de ello) en la emisión de los Tesobonos, instrumento que al estar indexado al dólar y

²¹ Enrique Cárdenas, La política económica p 185, dando referencia de Johnathan E. Heath.

cubrir así el riesgo cambiado originó una afluencia importante de dólares para ser invertidos en pesos. El monto emitido de Tesobonos, cerca de 30 mil millones de dólares, bien podría generar una fuga de capitales de 12 mil millones de dólares entre marzo y agosto de 1994.²²

Pues paralelamente a esta fuga pudo haber repatriaciones importantes que superan a las salidas, de manera que el saldo de la fuga de capitales resultara, positiva en el tercer trimestre además de dar cuenta a la afluencia de la inversión de cartera en ese mismo trimestre.

La emisión de Tesobonos fue la respuesta de las autoridades a la caída de las reservas y la fuga de capitales que se sabe que existe, aun sin poderla cuantificar. La situación de 1994 guarda similitudes con 1981, en la medida en la que a una situación de desequilibrios gigantescos en la cuenta corriente se le intenta enfrentar con endeudamiento con el fin de evitar una devaluación. La emisión de Tesobonos aparentemente daba la impresión de ser una inversión en pesos que atraían dólares, sin embargo al ser redituables en dólares los Tesobonos podrían convertirse en deuda externa, también en 1994 el endeudamiento nuevo vía Tesobonos fue todo a corto plazo.

La salida de la inversión de cartera de 5500 millones de dólares en agosto, durante noviembre y diciembre parece haber iniciado la estampida final de capitales nacionales previa a la devaluación, mientras oficialmente se aseguraba que la situación de la economía se encontraba en perfectas condiciones al terminar el sexenio. En esos meses empezaron a declinar abruptamente las reservas del Banco de México. El nivel de reservas, cada vez menor a pesar del ingreso de dólares a través de la inmensa contratación de deuda vía Tesobonos, fue mantenido en el mayor secreto posible por razones políticas. La emisión de Tesobonos no detuvo la sangría de divisas, dejando una gigantesca deuda de corto plazo a punto de

²² En entrevista John Luigi de correduría Cestón, afirmó que funcionarios de la Secretaría de Hacienda de México tienen en su poder información en el sentido de que las fugas de capital que mas debilitaron al peso tuvieron como principales protagonistas a los mas grandes consorcios mexicanos. Según él, de los 12 mil millones de dólares que dejaron el país entre marzo y agosto de 1994, el 80% corresponde a 5 consorcios mas grandes de México. A pregunta expresa, dijo no entender porque Hacienda no lo reconoce. "Proceso num 948, 2 de enero de 1997. Esto revela el carácter claramente especulativo de estas fugas.

convertirse en deuda externa. El establecimiento de la crisis se encontraba ya en su fase terminal cuando se dio el cambio de gobierno.²³

Al inicio del sexenio de Zedillo, el gobierno se tuvo que enfrentar con el pago de Tesobonos, que al inicio de 1995 sumaba 29206 millones de dólares y el restablecimiento de las reservas del Banco de México.

Como la mayoría provenía de ahorros de estadounidenses, la cuestión revistió una trascendencia mayor aunada la posibilidad de una crisis financiera internacional. Al mismo tiempo la fuga de capitales y la salida de inversión de cartera eran mayores que nunca (1689 millones de dólares y 7355 millones de dólares respectivamente durante el primer trimestre de 1995) a pesar de la devaluación y los manuales de macroeconomía.²⁴

En el gobierno salinista las devaluaciones, que se trataron de evitar con gigantescos costos para la nación, fueron la consecuencia del fracaso de las políticas destinadas a detener la crisis económica y de las cuentas con el exterior

2.3 LOS FACTORES DE COMPORTAMIENTO DEL CAPITAL DE CARTERA EN 1995-1998.

En 1995 los recursos externos que durante 1995 entraron al país vía el mercado accionario sumaron 519 millones de dólares, monto que el 87.3% menor al observado en 1994.

Por su parte, las colocaciones de valores efectuadas por el sector privado constituyeron entradas netas por 633 millones de dólares, considerando el tipo de instrumento emitido por el sector privado, la colocación de bonos

²³ Un informe del FMI, cuyos datos revela el Washington Post, calcula 4700 millones de dólares la liquidación en títulos en pesos durante diciembre de 1994, mas de dos tercios de la disminución de las reservas (6700 millones de dólares). La jornada, 22 de agosto de 1995. Seis casas de bolsa (seis grupos financieros incrementaron sus operaciones en Tesobonos hasta en 357% las dos semanas anteriores a la devaluación. En noviembre las operaciones tales con Tesobonos fueron por mas de 50 mil millones de dólares en diciembre (mas de 89 mil millones de nuevos pesos). La jornada 7 de febrero de 1995.

²⁴ El nuevo secretario de Hacienda Guillermo Ortiz, dijo el 5 de enero en Nueva York que el peso estaba subvaluado y por ello califico de extrema la reacción de los inversionistas que retiraban sus capitales del país a raíz de la devaluación del peso. La jornada, 6 de enero de 1996.

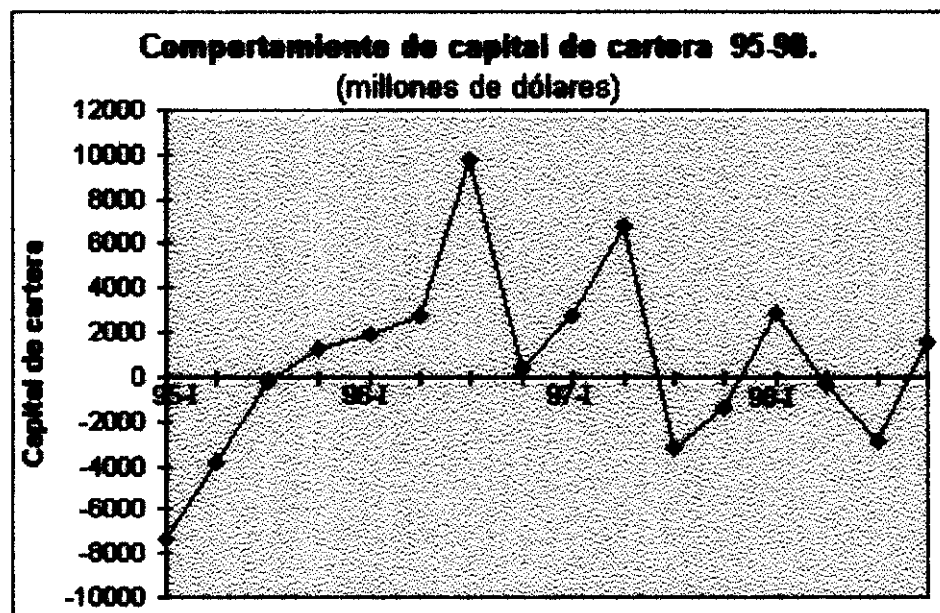
represento entradas por 903 millones de dólares y las operaciones de papel comercial de 270 millones de dólares.

En 1996 se observó una entrada de recursos al país por 14154 millones de dólares, cifra que se compara con una salida de 9715 millones de dólares. Estos recursos se realizaban en el mercado accionario y por la adquisición de valores emitidos por residentes mexicanos.

La IEC ascendió a 2995 millones de dólares monto superior al de 2476 millones registrados en 1995, la IEC en valores emitidos por residentes nacionales produjo un ingreso neto de recursos al país por 11159 millones de dólares en 1996 y los ingresos derivados de la colocación de valores denominados en moneda extranjera sumaron 10251 millones de dólares. En 1997 la IEC ascendió a 5037 millones de dólares, aquí invierten en el mercado accionario y en la adquisición de valores emitidos por residentes mexicanos y la mayor parte de dinero se canaliza al mercado accionario. La expansión de la inversión se vio impulsada entre otros factores por la mayor confianza de las empresas en el rumbo de la economía y en la estrategia económica instrumentada, por el mayor acceso al crédito externo por la recuperación de las utilidades de las empresas y por las menores tasas de interés nominales y reales.

En 1998 la IEC registró un egreso de 452 millones de dólares esta fue de los residentes externos que invierten en el mercado accionario y en la adquisición de valores denominados en moneda nacional, el mercado accionario tuvo un flujo negativo de 666 millones de dólares. (Ver gráfica 7)

Gráfica 7



El colapso de la economía rusa resultó muy perjudicial para los mercados financieros internacionales y como consecuencia lógica, se desataron salidas de capital de las economías en desarrollo (agosto y septiembre de 1998), en particular de aquellas con finanzas públicas desequilibradas, sistemas financieros débiles y regímenes de tipo de cambio predeterminado. La incertidumbre causada por la crisis asiática generó una contracción importante en el flujo de recursos hacia los mercados.

Comportamiento del capital de cartera de 1995-1998.

año	marzo	junio	septiembre	diciembre
1995	-7355.1	-3832.6	-248.5	1297.1
1996	1912.4	2762.8	9722.9	438.
1997	2721.5	6827.4	-3148.4	-1363.5
1998	2829.6	-281.7	-2926	1608.9

Fuente del Banco de México, informes anuales 1998-1998.

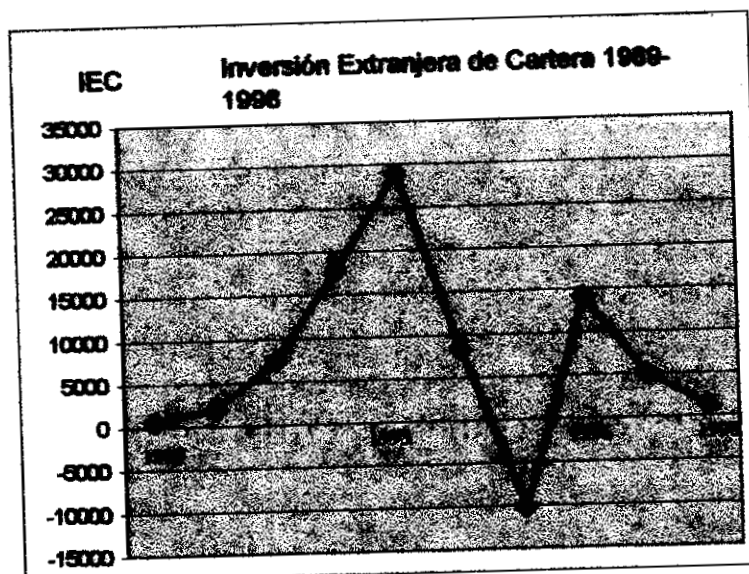
La inversión extranjera de cartera seguía demandando ganancias de capital crecientes que era difícil otorgarles, por lo cual continuaba la huida hacia otros mercados calientes, lo que ya estaba provocando una tendencia decreciente de la bolsa.

Los problemas económicos más graves en el sexenio de Zedillo son principalmente déficit comercial, la fuerza real del capital financiero y de la especulación que lo marginó del poder para enfrentar la crisis.

La inversión extranjera se colocó en carteras y valores que en 1993 tuvieron rentabilidad pero en 1994 los signos negativos del modelo empezaron a aflorar y no solamente se frenó la entrada de capitales, sino empezó la salida que se acentuó en forma acelerada a fines de 1994 y principios de 1995. Es conveniente recordar los objetivos altamente especulativos (la inversión extranjera) en 1993 alcanzó un máximo de 28919 millones de dólares, en 1994 se redujo a 8182 millones de dólares, en 1995 hubo un saldo negativo de -10138 millones de dólares, en 1996 fue de 14154 millones de dólares, 1997 fue de 5037 millones de dólares y en 1998 de 1292.8 millones de dólares.²⁵ (Ver gráfica 8).

²⁵ Gestión y estrategia, jul-dic de 1996, num 10, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco p 85.

Gráfica 8



Fuente del Banco de México, Informes anuales 1988-1998.

La literatura económica, de manera creciente, converge hacia una explicación de la crisis mexicana que parte del concepto de pánicos financieros y burbujas especulativas. En lugar de apuntar hacia los factores tradicionales de latitud monetaria y fiscal o sobrevaluación cambiaria, que por supuesto ayudarían, esta aproximación apunta hacia los súbitos cambios de ánimo que exhiben los participantes en los mercados financieros y la manera como sus implicaciones se elevan de manera exponencial en las economías emergentes.

En concreto, hay tres ideas especialmente interesantes. La primera, que los países tienen un límite para su capacidad de endeudamiento y que este límite puede cambiar de un momento a otro. La segunda, que los efectos de choques súbitos y no fundamentales, como los políticos, tardan en ser plenamente comprendidos en su magnitud real por los agentes económicos. La tercera, que en muchos contextos el comportamiento "en manada" (herding) es racional.²⁶

Estas ideas sirven para brindar una interpretación alternativa. México no estaba en una senda económica insostenible. Al contrario, las posibilidades reales eran (y son) muy favorables para los inversionistas, como lo prueba

²⁶²⁶ Luna S. "Tequila y resacas: Flujos de capital crecimiento y crisis" Investigación económica. vol 226, México octubre-diciembre 1998.

el hecho de que ya en 1996 entraron cantidades importantes de capitales privados.

Empero, es cierto que los choques políticos asustaron a los inversionistas. Los activos, infortunadamente, estaban pactados a plazos cortos de tal forma que no había muchos incentivos para tomarse el tiempo necesario para estimar objetivamente sus efectos económicos reales.

Por ende, salió mucha plata y se generó un círculo vicioso en el cual había cada vez más nerviosismo en los mercados y más salidas de capital. El acervo de deuda de corto plazo era muy alto y limitó severamente las posibilidades de acción de las autoridades.

En retrospectiva, esta interpretación sugiere la importancia que tiene la estructura de la deuda en un contexto de alta volatilidad histórica, como es el caso de los mercados emergentes. Por estos lados, el trade-off óptimo entre eficiencia y riesgo en el proceso de intermediación parece ser muy distinto. Por otra parte muestra la insuficiencia del concepto de sobrevaluación cambiaria y la importancia no sólo de ser serios en el manejo de la política económica, sino también parecerlo.

Por su parte, el manejo de las políticas fiscal y monetaria ha mejorado de manera sustancial la percepción del riesgo país entre los inversionistas. Esto se ha traducido en una menor volatilidad en los mercados financieros, lo que a su vez se ha reflejado en una mayor estabilidad cambiaria y en menores tasas de interés durante el primer trimestre de 1997.

En 1998 la balanza de pagos experimentó una reducción en el superávit de la cuenta de capital, debido a la disminución de los montos de capitales destinados a los mercados emergentes (contracción de la inversión extranjera de cartera).

La incertidumbre generada por una contracción importante en los flujos de capital hacia México y esto se ha reflejado en una depreciación del tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar, ha llevado a una inflación mayor a la prevista, alza en las tasas de interés y una desaceleración en la actividad económica.

La evolución de los mercados financieros durante 1998 estuvo determinada por el surgimiento de las crisis en países de Asia, las caídas registradas en los mercados bursátiles y sobre todo en la devaluación de sus monedas frente al dólar, proporcionaron un ambiente de volatilidad en los mercados financieros de México generando temores sobre un impacto de mayor magnitud en las variables de ese año.

El anuncio de una reducción en el presupuesto del gasto del gobierno federal y la presentación del programa monetario para 1998, contribuyeron en buena medida a elevar la incertidumbre y como resultado hubo un efecto negativo para los mercados financieros del país.

La inversión extranjera de cartera tuvo un difícil año en 1998, debido a la incertidumbre que han generado entre los inversionistas los posibles efectos de la crisis asiática en la economía mundial y en particular en la mexicana.

La administración de Salinas de Gortari debió seguir pagando la deuda externa, a pesar de la insuficiencia de divisas y de las reestructuraciones previas. Por ello, recurrió una vez más a la reprogramación de poco más de 40 000 millones de dólares de la deuda, cuyos pagos se prolongarán hasta el año 2005. De nuevo, como en 1982, se logró un alivio temporal, pero al ampliarse el plazo también se agrandó el monto del endeudamiento. Para tratar de resolver el problema de la insuficiencia de divisas el gobierno de Salinas decidió dar mayores facilidades al capital foráneo para invertir en México. Su sexenio se caracterizó como aquel en que se tuvo el mayor ingreso de capitales en lo que va del siglo: unos 50 000 millones de dólares.²⁷

Parecía, a los ojos de muchos, que se había encontrado la solución al problema de la disponibilidad de divisas para pagar las importaciones y la deuda externa. Tan elevado fue el ingreso de capitales que la reserva monetaria del país crecía y crecía, pero en una economía cuyos aumentos de la producción se estaban realizando cada vez más lentamente.

²⁷ La política monetaria y crediticia fue expansiva en 1994, Enrique Cardenas, La política económica en México, 1950-94, México, El colegio de México, fideicomiso Historia de las Americas. FCE, 1996, p 186-187.

Una primera explicación de lo anterior es que los capitales que ingresaban al país poco a poco fueron concentrándose en los fondos de corto plazo, con propósitos claramente especulativos. Parte importante de dichos fondos se bursatilizaron en la compra de Cetes y Tesobonos, hasta el punto de tener un peso significativo en el conjunto de las finanzas nacionales.

Una de las más peligrosas tendencias que se observan en el país es la de obtener divisas de un capital de corto plazo, que no se dirige a inversiones productivas, como sucede con la inversión extranjera directa, que aunque también saca más de lo que invierte, por lo menos deja salarios, paga impuestos y contribuye a elevar la producción. Pero el capital especulativo tiene una enorme desventaja para el país que la recibe: ingresa únicamente para sacar ganancias a costa de las que se generan en el sector productivo. Esto es, se trata de una "inversión" de carácter parasitario, con la desventaja de que tan pronto como entra puede salir. A la dependencia estructural que padece México en materia comercial, financiera y tecnológica, a partir del ingreso masivo de capitales su economía tiene un elemento estructural adicional: la vulnerabilidad de sus condiciones financieras. Y ésta se convierte en estructural en la medida en que el país no sea capaz de hacerse de divisas por exportaciones manufactureras de alto valor agregado como las que se podrían realizar con industrias de punta.

Mientras eso no se logre, el país estará sujeto y condenado a que el capital financiero nacional e internacional dedicado a operaciones de corto plazo esté dispuesto a ofrecer las divisas que antes dio el petróleo. Dos fueron los objetivos que se fijó el Poder Ejecutivo para lograr el ingreso de divisas al país, ya fuera con fines productivos o bien especulativos: garantizar a como dé lugar la estabilidad financiera y ofrecer atractivas tasas de interés, superiores a las que en promedio se encuentran en el mercado internacional, esto es, por arriba de la Livor de Londres y la Prime Rate de Nueva York.²⁸

²⁸ I Haque Nadeem, Mathieson Donald y Sharma Sunit, "Causas de la afluencia de capital y medidas de políticas pertinentes", Revista Finanzas y Desarrollo, México, marzo de 1997 p14.

CONCLUSIONES

La inversión extranjera de cartera no beneficia a la sociedad al nivel que lo hace la inversión extranjera directa, es peligrosa porque puede salir en cuestión de días dejando a un país en situación de quebranto financiero. Cualquier señal negativa de México y del resto de los mercados de capitales puede generar drásticas salidas de capital de cartera, afectando el índice de precios y cotizaciones, el tipo de cambio y la tasa de interés. A fines de los 80 hubo impago de créditos, caída de la producción y desempleo masivo; en la política del presidente Zedillo una profundización a la apertura y los grandes diferenciales de tasa de interés que orientaron al capital de cartera a invertirlo en el mercado de dinero así como también el de poseer una gran cantidad de dólares para poder realizar tanto las importaciones como las exportaciones ocasionando un mayor endeudamiento en dólares. En 1993 aumento la inversión en títulos de deuda gubernamentales y oferta pública del territorio nacional, la colocación de deuda interna principalmente en Cetes y posteriormente en Tesobonos. La salida del capital de cartera se dio a la crisis del sistema financiero mexicano, a la sobrevaluación del tipo de cambio, la poca permanencia del ahorro interno por tasas de interés negativas, el riesgo político, la globalización y el escaso desarrollo del mercado bursátil. En 1995 la entrada de capital de cartera se dio gracias al bajo precio de las acciones de empresas mexicanas.

La mayor parte de flujos de capital externo y también interno, buscan la ganancia en los mercados de dinero y capitales, permaneciendo en la esfera de la circulación, una de las causas es la volatilidad de los mercados financieros, que permite amplias fluctuaciones cotidianas en los precios de las acciones y en particular debido a las políticas instrumentadas por las autoridades financieras.

Además, se fomenta el uso especulativo del crédito e incluso su distorsión, ya que se han llegado a realizar operaciones de tipo fraudulento al no existir los controles y la supervisión o cuando los organismos gubernamentales a cargo se desentienden de la vigilancia, el surgimiento de nuevos productos financieros, como los derivados, y la existencia de los llamados paraísos fiscales, por políticas gubernamentales y de los bancos centrales, que por captar recursos extranjeros a toda costa, generan

burbujas especulativas en los mercados financieros, bolsas, mercados de dinero y divisas que finalmente estallan y desencadenan procesos desestabilizadores, eliminando la posibilidad del crecimiento del producto en forma sostenida.

El modelo neoliberal ha demostrado su incapacidad para retomar el crecimiento, así como para generar empleos y mejorar los niveles de vida de las grandes mayorías de la población, ha terminado profundizando los problemas del sector productivo y del sector externo y ha frenado la actividad económica, ha permitido subordinar gobiernos, colocar capitales y mercancías excedentes, extraer recursos y obtener grandes ganancias por la especulación en los mercados financieros, con la complicidad de autoridades gubernamentales de los países receptores de capital. México se caracteriza por ser desregulador, privatizador, globalizador y que da confianza para impulsar la inversión extranjera de cartera. Dadas las condiciones de negociación que se nos quiere imponer, el gobierno deberá hacerse a un lado a fin de que la población mexicana rechace totalmente la ayuda externa y comience a reconstruir el país sobre nuevas bases que respondan a sus legítimos intereses, así como mejorar el nivel de vida de la población.

BIBLIOGRAFIA.

- Bonilla Sánchez Arturo. "La crisis mexicana de 1994-1997". *Momento Económico*, núm. 94, México, enero de 1997.
- Calva José Luis (coord.). "Liberalización de los mercados financieros resultados y alternativas" Juan Pablos editor, México 1996.
- Cardero Ma. Elena. "Inversiones en el TLC y otros foros multilaterales" en *Que ganamos y que perdimos con el TLC, siglo XXI editores*, México 1996.
- Correa Eugenia y Calvo Ricardo, "Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana". *Comercio Exterior*, Vol. 46 núm. 4, abril 1996.
- "El sector externo en la economía mexicana 1997." Banco de México 1998, p 7-12.
- Gitli, Eduardo (coord.). "Estudios sobre el sector externo mexicano". México, UAM-Azcapotzalco, 1990.
- Guillen Romo Arturo. "El modelo neoliberal" CEDEFNA, México, 1998.
- Hausmann, Ricardo y Liliana Rojas Suárez (editores), "La volatilidad de los flujos de capital: como controlar su impacto en America Latina" Banco Interamericano De Desarrollo, Washington, D.C. 1996.
- Heath Jonathan. *La inversión extranjera de cartera en México*. Comercio Exterior, enero de 1996, p 34-38.
- Huerta, Arturo. "Globalización: causa de la crisis asiática y mexicana", Editorial Diana 1998.
- Ibáñez Aguirre José Antonio, Calva José Luis, Estay Reyna Jaime, Farias Hernández José Antonio, Martínez Fernández Raymundo. "México: ciclos de deuda y crisis del sector externo", Universidad Iberoamericana, México, noviembre 1997.
- "Informe anual" Banco de México, 1990a 1997.
- "La inversión extranjera 1996-1998 en Agenda Económica 2". Publicación bimestral, Facultad De Economía, UNAM, octubre 1998.
- Leriché C y Martínez Pérez F. "La crisis cambiaria en México en el contexto de la globalización financiera." UAM-Azcapotzalco, México 1997.
- Leriché C y Martínez Pérez F. "La crisis productiva y financiera mexicana" UAM-Azcapotzalco 1997.

- Luna S. "Tequila y resacas: Flujos de capital crecimiento y crisis"
Investigación Económica. Vol. LVIII, 226, México octubre- diciembre
1998.
- M, Schettino. "Inversión extranjera, inversión especulativa e inversión
productiva (conceptos)", Economía Internacional, editorial Iberoamérica
1995, cap. 14 y 17.
- Ortiz Martínez, Guillermo. "La reforma financiera y la desincorporación
bancaria. "Fondo de Cultura Económica, México 1994.
- Romero Marqués Indira. "La relación entre la inversión extranjera de
cartera y el tipo de cambio real en México 1989-1998". Economía
Informa, núm. 275, México, marzo 1999.
- U I Haque Nadeem, Mathieson Donald y Sharma Sunil, "Causas de la
afluencia de capital y medidas de políticas pertinentes", Revista Finanzas
y Desarrollo, México, marzo de 1997.