

LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO *

Dra. Eugenia Correa

Posgrado de la Facultad de Economía

Universidad Nacional Autónoma de México

* Ponencia presentada en el Seminario "La Integración Monetaria en América Latina y las Lecciones que se pueden sacar para Europa". Universidad de Marne - La - Vallée e ISMEA, 16 - 17 marzo de 1998.

I. INTRODUCCIÓN

La actual crisis financiera en el Sudeste Asiático nos muestra que la liberalización y desregulación financiera de los últimos años está causando crisis bancarias y financieras incluso en economías con elevadas tasas de crecimiento, ahorro e inversión, y con equilibrio fiscal. El éxito económico alcanzado con un importante crecimiento de sus exportaciones durante más de 15 años, acompañado incluso de flujos de capital privado bajo la fórmula de inversión extranjera directa, no fueron suficientes para contener los efectos financieros procedentes de los altos rendimientos financieros, muy por encima de los incrementos en la productividad y las ganancias empresariales. La llamada globalización financiera encuentra modalidades conflictivas de expresión en el curso de la inestabilidad monetaria y financiera y plantea en la orden del día de las agendas de los países más avanzados la necesidad de nuevas fórmulas de cooperación internacional monetaria y financiera. Especialmente si consideramos la necesidad no solamente de la estabilidad de precios, sino también de la estabilidad cambiaria.

Las características y los efectos de los flujos de capital internacionales han sido muy discutidos. Pero es necesario incluir en estos análisis los costos fiscales de los rescates financieros, los costos productivos de las economías que caen en recesión o lento crecimiento, los costos pérdidas salariales y en incremento de la tasa de desempleo debidos a las caídas en la tasa de inversión, entre otros elementos. Estos costos son pagados por las empresas, los trabajadores, los contribuyentes tanto de los países desarrollados como en desarrollo, no únicamente por los países en crisis.

La esterilización de las entradas de capital es una manera de intervenir en el mercado cambiario que tiene efectos adversos:

incrementa las tasas de interés y paradójicamente puede deteriorar la posición fiscal de los gobiernos. La intervención por la vía de la esterilización puede ser exitosa en el caso de pequeños flujos de capital y por cortos períodos, Pero en el caso de grandes volúmenes de entradas de capital en períodos cortos, no pueden ser controlados los efectos sobre las condiciones monetarias internas y las consecuencias de inestabilidad sobre los mercados financieros pueden salirse de control.

La intervención en el mercado cambiario esterilizando los flujos de capital puede contener la apreciación de la moneda local, pero detiene también la acción del mecanismo automático compensatorio sobre las tasas de interés, como sucedió en México entre 1992 y 1994. En el corto plazo esto puede ser administrado. Sin embargo, el problema de la rentabilidad de estos flujos de capital es también un problema importante. Porque estos flujos de capital pueden alcanzar una rentabilidad por los diferenciales en las tasas de interés doméstica-internacional y el riesgo cambiario. Pero estos flujos esterilizados no pueden crear la dinámica económica y productiva que permita generar su rentabilidad, así sea ésta en moneda local o extranjera.

Cierto volumen de entradas de capital puede desestabilizar la economía también y no sólo el mercado cambiario. La intervención por esterilización actúa sobre las entradas de capital pero

no sobre las salidas que desestabilizan la economía. La restricción monetaria ofrece un poderoso estímulo al incremento en el endeudamiento en moneda extranjera para las empresas financieras y no financieras locales, como sucedió también en México desde finales de los años ochenta.

Frente a un hipotético choque externo no existe un mecanismo de compensación y el descalabro monetario (currency mismatching) puede quebrar a las empresas o a los bancos incluso en condiciones de "equilibrios macroeconómicos" inmejorables.

Un exitoso control de los flujos de capital externo no depende únicamente de la capacidad de las autoridades monetarias por alcanzar una política flexible y pragmática, sino también de una nueva cooperación monetaria y financiera internacional que posibilite regular estos flujos de capital.

La crisis financiera del Sudeste Asiático mostró que la inversión extranjera directa en las condiciones actuales de comportamiento de los mercados financieros puede tener el mismo impacto sobre las reservas internacionales que el producido por la inversión de cartera.

Los países del Tratado de Libre Comercio de América del Norte pueden desarrollar nuevos términos de cooperación monetaria y financiera para alcanzar un desempeño económico más estable. Pero es muy difícil para un solo país por sí mismo regular o controlar los movimientos especulativos de capital. La agenda de cooperación monetaria y financiera podría contener entre otros los siguientes temas:

1. Crear un acuerdo de cooperación para la estabilización de las entradas de capital que incluya medidas comunes para desalentar a los capitales especulativos y el "hot money". Este acuerdo podría permitir disminuir el "premio" por riesgo cambiario presente en las tasas de interés que pagan los financiamientos otorgados tanto en moneda local como en moneda extranjera. Incluso en el corto plazo, podría elevar las calificaciones de los títulos de deuda públicos y privados. Permitiría también evitar los problemas que traen consigo la política de esterilización.

2. La estabilización de las tasas de interés en moneda local permitiría, por ejemplo, retener a una parte importante de los trabajadores mexicanos que anualmente se introducen a los Estados Unidos, que actualmente se estima son unos 100 mil por año durante los últimos 5 años.

Por ejemplo, una disminución de dos puntos porcentuales en la tasa promedio que hoy en día paga la deuda externa, permitiría ofrecer un empleo productivo a tal masa de trabajadores. Aún así, sería una tasa de interés positiva para los acreedores.

3. Este acuerdo, podría ayudar al gobierno estadounidense a controlar los costos fiscales de nuevos rescates, al país o a sus intermediarios financieros. Pero es muy importante que las autoridades financieras estadounidenses controlen el alto riesgo en el que están sus inversionistas institucionales y otros intermediarios financieros en su propio mercado. Si las autoridades

financieras estadounidenses no lo hacen, se requerirán de volúmenes crecientes de recursos para financiar rescates por todo el mundo. Los llamados mercados emergentes podrán seguir acumulando altos niveles de deuda lo que será un obstáculo creciente para elevar sus tasas de inversión y de empleo.

Regular a los inversionistas institucionales de los Estados Unidos es una tarea urgente y seguramente muy difícil de alcanzar desde el punto de vista político, dada la alta concentración que existe en este mercado y dado el enorme monto de recursos que manejan.

Una de las más importantes acciones de la estrategia económica adoptada por el gobierno mexicano en los últimos años ha sido la de mantener un mercado financiero doméstico atractivo para los flujos externos de capital. La "exitosa" reestructuración de la deuda externa en 1989, las menores tasas de interés en los Estados Unidos durante esos años y los avances

en el proceso de privatización de las empresas públicas, dio un impulso sin precedentes a los títulos mexicanos en el mercado estadounidense. Esto fue también posible por la desregulación del mercado de ese país que hizo posible que los inversionistas institucionales (fondos de pensión, fondos mutuos y compañías de seguros) incorporaran en sus carteras títulos extranjeros. El nivel de exposición de estos inversionistas en títulos mexicanos varía, globalmente y entre ellos, constantemente. Sin embargo, el monto de valores extranjeros en sus carteras podría estimarse ha alcanzado más de un 6% de su cartera total, pero esta posición puede incrementarse dependiendo de una mayor desregulación sobre las compañías aseguradoras en el mercado estadounidense.

Esta ponencia inicia analizando el papel de los flujos de capital externo en el financiamiento del déficit externo en los últimos años. Después se hace una revisión del comportamiento de las colocaciones de cartera en el mercado mexicano por inversionistas extranjeros, con el objetivo de identificar el cambio en las expectativas de estos inversionistas y su papel en el estallido de la crisis mexicana de 1994. Para ello también se hacen algunas referencias al papel desempeñado por las agencias calificadoras en la formación de las expectativas. Finalmente, se estudia cuales son las lecciones que pueden ser establecidas a partir del análisis de la experiencia mexicana en la recepción de altos volúmenes de capital extranjero en búsqueda de altos niveles de rendimiento y algunas probables alternativas en materia de política económica.

II. FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE EN MÉXICO.

La economía mexicana tuvo una larga etapa de alta protección comercial, pero desde la segunda mitad de los años ochenta, como muchos otros países en desarrollo, México entre ellos avanzó hacia la liberalización comercial. Algunos países trataron de revertir su restringida disponibilidad de divisas para cubrir las crecientes importaciones a través de devaluar sus monedas. Esto les llevó a una gran competencia por los mercados de los países desarrollados y a descensos en los precios de muchos de los productos que tradicionalmente exportaban. Así, el incremento en el volumen de sus exportaciones no se correspondió con una mayor disponibilidad de divisas dada la caída en los precios de sus exportaciones.

En este contexto, la posibilidad de financiar el incremento de sus importaciones por sus exportaciones quedo muy restringido y las presiones por incrementar las exportaciones no tradicionales llevaron a algunos países a buscar incrementar la inversión extranjera directa e incluso las colocaciones de cartera. Solamente unos cuantos países en desarrollo, sin embargo, han sido receptores de esos capitales, México entre ellos. (Correa, 1995)

Desde 1985, se inició un significativo cambio en las estrategias de los gobiernos con una importante presencia de las recomendaciones externas (Planes Baker y Brady) acerca de la política comercial, México inició la reducción de tarifas y la eliminación de barreras no arancelarias. El superávit en cuenta corriente presente entre 1983 y 1985 se convirtió en déficit en 1986. Este excedió los 2.4 mil millones de dólares en 1988 y llego a más de 28 mil millones de dólares en 1994. Es realmente desde 1984 que las exportaciones empezaron a incrementarse, pero a lo largo de los años subsecuentes éstas fueron crecientemente insuficientes para financiar la apertura comercial. Así entre 1990 y 1994 se acumuló un déficit comercial de más de 55 mil millones de dólares. Por su parte la renegociación de la deuda pública externa no tuvo un impacto significativo sobre su servicio y fue sólo el descenso en las tasas de interés en los Estados Unidos desde 1990 lo que permitió disminuirlo. (Girón, 1995)

Desde el inicio del proceso de liberalización comercial, el crecimiento económico incrementa en mayor medida el déficit comercial, mientras que el estancamiento económico de 1993 y 1994 no lo reduce.

El creciente déficit externo debe ser financiado en moneda extranjera, por medio de: deuda externa pública o privada; inversión extranjera directa o de cartera; colocaciones en los mercados de títulos extranjeros; repatriación de capitales; o incremento en el volumen de las exportaciones. Sin embargo, estas fuentes de financiamiento de déficit externo, en las condiciones de la política cambiaria vigente durante esa etapa, tuvieron sus límites:

1.- El crecimiento de la deuda pública depende de la confianza sobre la capacidad de pago del gobierno, particularmente sobre las condiciones del mercado petrolero. (Como se puede constatar en los primeros meses de 1998). Mientras que la colocación de deuda pública interna en manos de extranjeros depende del mantenimiento de elevados diferenciales entre las tasas de interés internas y externas y de un apropiado nivel de reservas internacionales que garantice la libre convertibilidad.

2.- El crecimiento de la deuda externa privada depende de los flujos de efectivo en moneda extranjera de las empresas exportadoras y las posibilidades de asociación con empresas extranjeras.

3.- La inversión extranjera directa o de cartera tiene determinantes externos. La inversión extranjera directa está más determinada sobre las expectativas del comportamiento del mercado interno y a las estrategias de reubicación geográfica de la producción de los grandes consorcios vinculadas a la existencia de "ventajas comparativas" ligadas a bajos costos de energía o salariales.

4.- La colocación de cartera de los inversionistas institucionales está siendo modificada de acuerdo con las expectativas de rentabilidad en los diferentes mercados.

Estos flujos de capital externo fueron capaces de financiar el 80.6% del déficit en cuenta corriente en 1990, y en 1993 éstos fueron el 142.3% del citado déficit. Su presencia fue tan grande que entre 1989 y 1993 los flujos de capital en la forma de colocaciones de cartera sumaron más de 70 mil millones de dólares y solamente en 1993 éstos representaron el 8% del Producto Interno Bruto.

En 1993, la economía mexicana empezó a mostrar signos de estancamiento en estas fuentes de financiamiento del déficit, así como lento crecimiento económico. Cuando el financiamiento del déficit comercial se hace difícil, quedan otras opciones:

1.- Reducir las importaciones disminuyendo el ritmo de crecimiento económico, una cuestión que aparece en la economía desde finales de 1992 y en 1993. Sin embargo, el menor ritmo de crecimiento económico no significó un descenso en igual proporción de las importaciones y la demanda de divisas continuó siendo alta. La deuda privada y la colocación de acciones continuó aceleradamente.

2.- Disminuir la sobrevaluación cambiaria por medio de incrementar rápidamente el nivel de la productividad de la economía en sectores estratégicos.

3.- Modificar el tipo de cambio nominal y permitir una devaluación del peso, cuestión que estuvo sucediendo en el primer trimestre de 1994.

El tipo de cambio se convirtió en un elemento clave y en diciembre la crisis cambiaria se convirtió en una crisis financiera precisamente porque la devaluación comprometió el resto de las fuentes de financiamiento externo. Esta también significó una importante pérdida para los inversionistas extranjeros que todavía mantenían activos de México o denominados en moneda local. Y también produjo considerables pérdidas a las empresas y bancos locales con deudas en moneda extranjera.

A lo que se agrega el hecho de que el gobierno mexicano, bajo la presión política que implica un año electoral, cambió las tenencias en Cetes de los inversionistas extranjeros en Tesobonos, instrumentos con cobertura cambiaria. La inversión extranjera en los mercados de dinero y capitales cayó de diciembre de 1993 a septiembre de 1995 en 45.7 mil millones de dólares.

III. COLOCACIONES EXTRANJERAS EN LOS MERCADOS DE DINERO Y CAPITAL

El flujo de fondos hacia títulos mexicanos estuvo basado en la colocación principalmente en el mercado estadounidense de empresas públicas y privadas. De manera que dichos fondos quedaron vinculados directamente a los cambios en la rentabilidad ofrecida en dicho mercado; a las expectativas de comportamiento económico de las empresas mexicanas; a la dinámica de las privatizaciones; a la capacidad de cobertura otorgada por las distintas garantías; y, al nivel de reservas internacionales del país que permite una libre convertibilidad de las colocaciones extranjeras. Las calificaciones de las agencias especializadas (Moody's y Standard and Poor's) fueron determinantes en el establecimiento de los márgenes y con ello en el costo del nuevo endeudamiento. Por su parte, los intermediarios financieros colocadores de las acciones y ADR's de las empresas locales (entre otros Merrill Lynch, Salomon Brothers y Goldman Sachs) fueron abriendo el mercado y marcando el nivel inicial de las cotizaciones.

La participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de capital cobró importancia a partir de 1991 cuando sus posiciones en ADR's (American Depositary Receipts) llegaron a 13,733 millones de dólares, en comparación con los 402 millones de dólares en 1989 y los 2,087 millones de dólares que alcanzaron en 1990. Otros instrumentos del mercado de capital también fueron siendo atractivos a dichos inversionistas, como la compra directa de acciones que en diciembre de 1992 alcanzó los 5 mil millones de dólares, mientras que en diciembre de 1990 había sido de 1 mil millones de dólares. Los ADR's fueron los instrumentos privilegiados por estos inversionistas en el mercado de capital, siendo su promedio de participación en el mercado de capital del orden del 64.71%, entre 1992 y septiembre de 1995. La posición en ADR's alcanzó su mayor monto en enero de 1994 con alrededor de 38,147 millones de dólares, esto es el 62.6% de los casi 61 mil millones de dólares en inversión extranjera en el mercado de capitales. A su vez, dicho monto en ADR's fue el 45.6% del total de la inversión extranjera en los mercados de dinero y capitales que fue del orden de los 83 mil millones de dólares.

La inversión extranjera en el mercado de dinero y capitales creció de 23.9 mil millones de dólares en diciembre de 1991, representando el 8% del PIB, cuando en 1989 era el 1.9%. Llegó a su mayor nivel en 1993 cuando alcanzó a ser el 9.3%.

Así, la estabilidad cambiaria fue una condición fundamental para el amplio ingreso de capitales extranjeros al mercado local, de manera que sus expectativas de rendimiento. El mercado mexicano se convirtió en una de las mejores opciones para los inversionistas institucionales estadounidenses, en la medida en que se estimaba que el TLC traería consigo una creciente estabilidad de los mercados; el país pronto conseguiría la calificación de grado de inversión para los títulos locales; continuaría sin mayores obstáculos el proceso de privatización y se sucederían mayores colocaciones accionarias por parte de las grandes empresas mexicanas.

IV. AGENCIAS CALIFICADORAS E INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.

Los inversionistas institucionales de los Estados Unidos han sido un componente importante en la colocación de fondos dentro de los mercados de dinero y capital. El total de activos de los inversionistas institucionales pasó de 2 mil millones de dólares en 1981 a 13 billones de dólares (trillion dollars) en 1996. (Mansell, 1995; Correa, 1997) Se conoce como inversionistas institucionales a la amplia gama de fondos de pensión, sociedades de inversión, fondos manejados por aseguradoras, fideicomisos, etc. Aunque difieren de manera importante por cuanto a su composición de cartera y las normas regulatorias que se les aplican, tienen en común que:

1. Reaccionan de manera inmediata reconfigurando su cartera con los cambios en la percepción de sus administradores sobre la rentabilidad esperada. Su amplio volumen de

compras y ventas produce movimientos masivos que determinan fluctuaciones marcadas en los precios de los distintos instrumentos con que operan.

2. Su posición en valores extranjeros ha podido ampliarse a partir de cambios regulatorios importantes, como la regulación S y la regla 144a. De manera que nuevos cambios en la normatividad de dichos fondos pueden nuevamente modificar y ampliar la composición de la cartera, en particular de su tenencia en valores extranjeros.

3. La normatividad relativa a la composición de valores extranjeros ha venido estableciendo techos o puntos de saturación a sus posiciones externas. Así, llegado al "punto de saturación", dichos inversionistas pueden cambiar sus preferencias por valores externos, pero no ampliar significativamente sus flujos hacia valores extranjeros.

4. Su participación en valores extranjeros, si bien en un rango porcentual pequeño respecto del volumen total de activos que manejan, está muy vinculada al comportamiento de los tipos de cambio, en la medida en su rentabilidad finalmente es medida en términos del dólar. Sin embargo, también una masiva reconfiguración de sus carteras en títulos extranjeros de determinado

país, pueden comportar una modificación significativa en el tipo de cambio.

5. La gran liquidez de los títulos manejados por estos inversionistas les permite hacerse y desprenderse rápidamente de sus posiciones nacionales o extranjeras en respuesta a cambios en las expectativas. La amplia competencia entre sí, la necesidad de los administradores de los grandes fondos de ofrecer rendimientos por encima de las tasas pagadas por las inversiones tradicionales, les impulsa a la búsqueda de altos rendimientos en plazos cortos. De manera que su permanencia en cierto tipo de títulos o en ciertos mercados puede ser de muy corto plazo.

La participación de los inversionistas institucionales, estadounidenses en particular, fue muy importante en el flujo de capitales externos que recibió la economía mexicana entre 1990 y 1994. Entre otros los fondos administrados por Fidelity, Scudder, Merrill Lynch, Oppenheimer, Putman Funds Management, March and McLennan Co., Soros Fund Management, Salomon Brothers Inc., Nomura Securities Co., Weston Bank; pero también otros administrados por filiales bancarias como los de JPMorgan, CS First Boston.

El posicionamiento de los distintos fondos de inversión en valores del mercado mexicano ha estado dependiendo también de la calificación que los distintos títulos reciben por parte de las agencias calificadoras, en particular de Standard and Poor's y Moody's.

Hasta hace 10 años las agencias calificadoras eran un fenómeno local estadounidense, evaluaban un pequeño número de corporaciones extranjeras y las obligaciones de 15 gobiernos. En los últimos 10 años Standard and Poor's y Moody's califican títulos en más de 50 países. Moody's lo hace para 20 000 emisores públicos y privados dentro de los Estados Unidos, más 1 200 no estadounidenses. El valor aproximado de estos títulos es de 5 billones de dólares, de los cuales casi la mitad son papel gubernamental; para Standard and Poor's es de 2 billones de dólares.

México y Hungría iniciaron el auge de colocaciones en el mercado estadounidense, desde entonces la mitad de los 52 países que califican Moody's y Standard and Poor's son países fuera de la OCDE, "...lo que refleja que los inversionistas están dispuestos a aceptar menor calidad crediticia frente a mayores rendimientos, a pesar de que ha habido 33 quiebras de países soberanos respecto de su deuda bancaria en moneda extranjera desde 1970."

El papel de las agencias calificadoras se convirtió en crucial cuando se acrecentó la participación de los inversionistas institucionales en los mercados de dinero y de capitales. Este desarrollo de los inversionistas institucionales ha sido característico del mercado financiero de los Estados Unidos y de los países angloparlantes.

Durante los años de auge de flujos de capital privado hacia los mercados de dinero y capitales el papel de las agencias calificadoras fue determinante para la colocación de títulos de deuda entre los inversionistas institucionales. En esos años se esperaba que la deuda soberana mexicana alcanzaría el grado de inversión, con lo cual disminuirían los márgenes para las

colocaciones privadas, y se reduciría de manera considerable el costo del endeudamiento privado local.

Sin embargo, a pesar de los esfuerzos de las autoridades financieras mexicanas, las dos principales agencias calificadoras estadounidenses permanecieron renuentes a otorgar el grado de inversión a la deuda soberana. Ha sido solo recientemente que, a través de la emisión de títulos estructurados y con el aval de la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial que algunos títulos privados han alcanzado calificaciones de rango de inversión (A).

Todavía hacia agosto de 1994 Standard and Poor's consideraba que al siguiente año otorgaría el "grado de inversión" a la deuda soberana mexicana. En mayo de 1993 Moody's asignó a emisiones de deuda en moneda local del gobierno mexicano de largo plazo la calificación de Baa1, la más alta calificación para deuda soberana de México y un rating de Prime-2 para papeles mexicanos en moneda local de corto plazo. Moody's señaló que esta calificación era más alta que la otorgada a deuda en moneda extranjera (que permaneció en Ba2 y en not Prime respectivamente) en la medida en que la deuda en moneda local puede ser servida más fácilmente que la deuda en moneda extranjera.

La agencia calificadora Moody's puntualizó en mayo de 1993 que la liberalización del mercado mexicano había atraído un gran monto de capitales, pero ello había dejado al país expuesto al ciclo crediticio, fenómeno común en economías que venían abriendo sus mercados. La agencia consideraba existía el riesgo de que estos flujos de capital se revirtieran, tal fenómeno podría ser el resultado del alto nivel del déficit externo. Dicha reversión de los flujos de capital, se preveía, podría provocar una devaluación con prolongada inestabilidad financiera y una severa recesión. Señaló, asimismo, que tal reversión se acompañaría de inflación, sobrecarga de la deuda externa, elevación del costo de la deuda interna. La declinación de los ingresos fiscales, más aún podría revelar una posición fiscal menos favorable que la existente al inicio del auge de las colocaciones extranjeras en el mercado local. La recesión podría ser magnificada por pérdidas crediticias en el sistema financiero, que eventualmente requeriría del apoyo del gobierno. Se estimaba que una crisis así podría restar al gobierno posibilidades de administrar su deuda.

Moody's creía que esta secuencia podría desencadenarse en México, que el país era todavía vulnerable a una crisis de confianza, en la medida en que es un país de bajo ingreso per-capita e incertidumbre de su futuro político. Por ello, la vulnerabilidad de la situación económica mexicana estaba siendo evaluada para el conocimiento de los inversionistas extranjeros y en particular estadounidenses desde meses antes del estallido de la crisis financiera al final de 1994.

Desde los primeros días de la crisis mexicana, el 6 de enero de 1995 Moody's anunció la disminución de la calificación de los títulos mexicanos en moneda local de largo plazo de Baa1 a Baa3 y de corto plazo de P-2 a P-3 (Cetes y Tesobonos), señalando además que permanecerían bajo revisión para una posible disminución. Confirmó para deuda de largo plazo en moneda extranjera la calificación de Ba2 (emisión de eurobonos y otras emisiones domiciliadas en México), para bonos a la par y a descuento Ba3. Además, bajó la calificación para los depósitos denominados en moneda extranjera en los bancos mexicanos de B1 a Ba2. Esta calificación afectó a los depósitos en moneda extranjera de Banamex y Bancomer. También Standard and Poor's anunció, el 1 de febrero de 1995, la baja de la calificación de Banamex, Banpaís, Cemex, Tolmex, Ica, Grupo Mexicano de Desarrollo, Transportación Marítima Mexicana y Grupo Tribasa, como resultado de la reciente disminución de la calificación de la deuda soberana.

La calificación de deuda soberana mexicana en moneda extranjera fue rebajada de BB+ a BB a comienzos de 1995 por Standard and Poor, la calificación tiene perspectivas negativas lo que significa que hay posibilidades de que vuelva a bajar.

La baja calificación de los títulos mexicanos y la imposibilidad de alcanzar la calificación de "grado de inversión", significó que las colocaciones de deuda pública y privada mexicanas

pagaran durante todo este periodo un sobreprecio ajustado a un elevado riesgo. En particular, después de la crisis de diciembre de 1994, los 6,800 millones de dólares en títulos colocados por el gobierno mexicano han debido pagar entre 4 y 5 puntos porcentuales por encima de la Libor y entre 3 y 5 puntos arriba de los bonos de Tesoro.

V. INSTABILIDAD Y CRISIS.

Las posiciones de los inversionistas extranjeros en el mercado mexicano tuvieron una reacción inmediata al cambio en la tendencia de las tasas de interés en los Estados Unidos de manera que desde el inicio de 1994 fueron cambiando su monto y perfil. Para el mercado financiero mexicano, el alza en las tasas de interés no sólo llegó en un año políticamente difícil, sino también resultaba muy inconveniente en la medida en que las carteras vencidas ya estaban ejerciendo una importante presión sobre los balances bancarios.

Las expectativas de mantener un importantes y atractivas rentas en los capitales invertidos en acciones y ADR's fue modificada abruptamente. Los primeros mercados que fueron afectados por este cambio abrupto de la política monetaria estadounidense para proteger al dólar fueron los llamados mercados emergentes. (Correa, 1995)

Las empresas mexicanas que cotizan en el mercado de los Estados Unidos empezaron a caer. Las acciones de Telmex que se habían incrementado en casi un 25% en Nueva York en 1993, cayeron en cuatro meses de 1994 casi un 15%; en el mismo periodo las acciones de ICA se incrementaron en 56% y cayeron en 16%. Casi todos los grupos y empresas que cotizan ADR's en los Estados Unidos tuvieron pérdidas sustanciales y en promedio los ADR's mexicanos cayeron un 43% en 1994.

Este cambio en las tendencias en las tasas de interés en los Estados Unidos creo la necesidad de un cambio significativo en al política económica para enfrentar las visibles dificultades. Los flujos de capital externo iban cayendo y las dificultades políticas internas llevaron al gobierno mexicano, entre febrero y abril de 1994 a tomar medidas: un incremento en el deslizamiento cambiario y el uso de las reservas internacionales para sostener al peso (las reservas cayeron en más de 9 mil millones de dólares en 3 meses. Se anunció un incremento en la línea de crédito de México en la Reserva Federal a 6 mil millones de dólares. La extensión de la línea de crédito parecía ofrecer una garantía al peso sacudido por el asesinato del candidato a la presidencia, por lo que fue considerada como una acción temporal que no significaba ningún debilitamiento de las reformas estructurales.

Muchas empresas mexicanas, sin embargo, así como había realizado emisiones en el mercado estadounidense, también habían emitido un monto significativo de deuda en instrumentos en dólares. Se estima que los más importantes consorcios mexicanos que cotizan en bolsa llegaron a acumular una deuda externa de más de 20 mil millones de dólares (Vidal, 1995). Para 1998 Standard and Poor's la estima en 31 mil millones de dólares. Entre las compañías más endeudadas en dólares se encuentran: Cemex (3.5 mil millones de dólares), Telmex (2.2 mil millones), Vitro (1.9 mil millones), Alfa (1.5 mil millones), ICA (1.4 mil millones), y Sidek-Situr (4 mil millones). Más aún, los bancos tanto privados como de desarrollo había estado contratando un elevado monto de certificados de depósito, líneas de crédito entre los bancos y emisiones de bonos en dólares, al inicio de 1995 la deuda externa de los bancos de desarrollo alcanzó los 25 mil millones de dólares y los bancos comerciales acumulaban una deuda que se estimó en 35 mil millones de dólares.

El incremento en las tasas de interés locales de los primeros meses de 1995, la incertidumbre de una recuperación en el corto plazo, junto con el desbalance monetario de los bancos (currency mismatching), apareciendo así las débiles posiciones que la banca venía acumulando producto de la reforma financiera emprendida a partir de 1989. (Correa, 1994)

El inicio del cambio en la posición de cartera de los inversionistas extranjeros en el mercado mexicano se inició desde febrero marzo de 1994 cuando el tipo de cambio del peso se empieza

a deteriorar, Esta declinación en los flujos forzó a las autoridades monetarias locales a incrementar la oferta de Tesobonos para cambiar las posiciones en Cetes.

Desde enero de 1994 los ADR's empezaron a mostrar un comportamiento errático, que hacia octubre se hizo más evidente. Los inversionistas extranjeros se habían caracterizado por su preferencia por los Cetes, en virtud de que éstos tenían "readycredit status". Desde enero de 1992 hasta marzo de 1994 los Cetes fueron los instrumentos más solicitados, su más alto nivel entre inversionistas extranjeros ocurrió en marzo de 1994 cuando sumaron 17.5 mil millones de dólares y desde entonces empezaron a descender.

Los Tesobonos se convirtieron en los instrumentos más solicitados por los inversionistas extranjeros de un mínimo de 16 millones de dólares en enero de 1993 a un máximo de 17.7 mil millones de dólares en diciembre de 1994. Es por ello que este instrumento llegó a ser el 32% del total de la inversión extranjera de cartera en diciembre de 1994.

Desde los primeros meses de 1994, las autoridades financieras estadounidenses, particularmente el Tesoro y la Reserva Federal, estuvieron preocupadas por la necesidad de alcanzar un aterrizaje suave (soft landing) para las economías latinoamericanas con mercados emergentes, pero las tasas de interés estadounidenses modificaron rápidamente las expectativas entre los inversionistas. Una salida desordenada no sólo afecta a los países deudores, sino que también fortalece una caída sin límite en las colocaciones financieras de muchos agentes.

Así, durante 1994 la política del aterrizaje suave de los mercados financieros consistió en una salida parcial y ordenada de los mercados emergentes, permitiendo que las reformas económicas en curso en varios países continuaran. Así llegamos a la Cumbre de las Américas de los primeros días de diciembre de 1994 a refrendar los éxitos y la necesidad de la continuidad de las reformas económicas con el acuerdo continental.

Algunos intermediarios financieros estadounidenses, habían acumulado considerables pérdidas procedentes del incremento en las tasas de interés. En sólo 10 meses la tasa de fondos federales había aumentado del 3% al 5.5%. Además, el ejecutivo estadounidense había perdido la mayoría en el Congreso y estaba en curso un cambio en el tesoro con la salida de Lloyd Bentsen y su remplazo por Robert Rubin.

Así, unos cuantos inversionistas estadounidenses, particularmente algunos inversionistas institucionales, Fidelity entre ellos, hicieron un importante cambio en la estructura de sus carteras y sacaron aproximadamente 7.5 mil millones de dólares del mercado mexicano durante los primeros días de diciembre.

Representantes de las firmas financieras de Nueva York confirmaron la venta de grandes sumas de capital por los fondos mutuos, tales como Fidelity, que se había caracterizado por su importancia a nivel global. Altos funcionarios del sector financiero mexicano admitieron que el fondo estaba "fuertemente posesionado en el mercado de dinero en México, particularmente en Cetes" . Este mismo fondo hizo grandes ventas en la víspera del crac bursátil de Wall Street en 1987. (Kindleberger, 1991)

A pesar del incremento en las tasas de interés en México durante la primera mitad de 1995, los inversionistas extranjeros no fueron atraídos. En ese momento apareció plenamente la recesión de la economía mexicana, la devaluación del peso y la incapacidad de las empresas y de los bancos de solventar los pagos de su deuda. A ello se añadieron los vencimientos de corto plazo de los Tesobonos.

Even though the liquidation of foreign positions in short term Tesobonos explained the American funds to stabilize the Mexican market, there still existed the preoccupation to avoid insolvency in the entire foreign obligations of Mexico. To the Tesobonos problem, there were added the short term foreign debt maturities and the long term debt service, both of businesses and banks as well as of the public sector itself. All this was assessed by Robert Rubin in Congress in January, 1995 which amounted 81 billion dollars.

So, both, William Clinton and Robert Rubin, as well as George Soros, Alan Greenspan, Warren Christopher and others, expressed in the American Congress meetings by the end of January, 1995, the idea that the credit package of 40 billion dollars would serve to restore financial intermediaries confidence in Mexico. They added that this credit support was a matter of national security for the United States and the most important reason is that this was a significant test for the American leadership.

VI. CONCLUSIONS.

Mexico has gradually reached positive quarterly rates of growth, after a GDP contraction of 7% in 1995. The financial stabilization between 1995-1996 was possible through FED and IMF loans supported by oil exports, and specially in 1996 and 1997 by the high-leveraged corporate and public debt market restructurations. The important economic contraction and peso devaluation allowed to reach a foreign trade superavit, while the fiscal and monetary adjustment allowed to control the inflationary process created by the peso devaluation.

One of the most important lessons of the Mexican financial crisis is the necessity to control the speculative capital movements in the financial markets and specially in the emerging markets. Developing countries can try to regulate these movements, but the point is who supports those capitals. Since the last years of the eighties, institutional investors are the most important players in markets, pension funds, mutual funds and insurance companies. Due to the deregulation process they could incorporate foreign securities into their portfolios.

The economy policy options to stop the unfavorable potential effects of capital financial flows over emerging markets has been analyzed by different authors since the Mexican crisis. (Hausman-Rojas, 1996) In Mexico during 1990-1994 the option was a partial sterilization policy of those flows, with a growing fiscal adjustment. The Mexican authorities believed it inconvenient to adopt direct controls (notably in South Korea, Chile and recently in Brazil), and they relied that NAFTA by itself would create the macroeconomic convergent conditions that would lead to foreign exchange stabilization. Between unfavorable potential effects of foreign capital flows over less development economies, it can be noted :

1. The subordination of fiscal policy objectives in order to admit capital compensation through fiscal surplus.
- 2.- The sterilization in order to stop the monetary impact within those flows, and on the other hand to increase interest rates, becoming by itself an element that increases foreign flows and raises the financial costs of public debt over fiscal income.
3. The commercial liberalization, that produces external commercial deficit financing by foreign flows, can carry a bigger imports dependency or a growing level of consumer goods imports.
4. The restrictions over the local credit expansion promote local financial intermediaries to increase their foreign debts. This produces a rapid currency mismatching between their assets and liabilities. This position in the local financial intermediaries confer them a great fragility when important devaluation happen. In some developing countries this has led to banking crisis and they were the triggering factors of the Mexican banking crisis.

The institutional investors position in the Mexican market had an immediate reaction towards changes in the U S interest rates, so that from the beginning of 1994, they changed in amount and profile. Their portfolio reallocations conducted to a financial crisis. It is difficult for one country to control or regulate those speculative capital movements and it is vital for the US financial authorities to control the high level risk of institutional investors in its own market.

BIBLIOGRAPHY:

Correa, Eugenia (1991). "Creditor Strategy: From the Baker Plan to the Brady Plan", in Economía Informa No. 191, Facultad de Economía, UNAM, February 1991.

Correa, Eugenia (1994). "Reorganization of the Financial Intermediation, 1989-1993", in Revista Comercio Exterior Vol 44, No 12 December 1994.

Correa, Eugenia (1995). "The American Monetary Policy and the Emerging Markets of Latin-America", in Revista Comercio Exterior Vol. 45, No. 12, December 1995, Banco Nacional de Comercio Exterior.

Girón, Alicia (1995) Fin de Siglo y Deuda Externa. Siglo XXI-Instituto de Investigaciones Económicas, México.

Hausmann, R. and Liliana Rojas-Suárez. (1996) La Volatilidad de los Flujos de Capital. Como Controlar su Impacto en América Latina. Interamerican Development Bank, Washington, 1996.

Mansell, Catherine (1995) Financial Liberalization and Innovation in Developing Countries and Latin America. CEMLA and BID: México 1995.

Kindleberger, Charles (1991). Manías, Pánicos y Cracs. Historia de las Crisis Financieras. Ariel, Barcelona. 1991.

Vidal, Gregorio (1995). "Corporations, Industrial Structure and Mexican Capital Market", in Revista Comercio Exterior Vol. 45, No. 12, December 1995, Banco Nacional de Comercio Exterior.

En abril 19 de 1990, la SEC aprobó la regulación S y la regla 144a. (Correa 1991).

La legislación en la mayoría de los estados americanos limita al 3% el monto de activos extranjeros que las compañías de seguros pueden mantener en sus carteras. El sector asegurador está actualmente luchando porque las reglas se modifiquen y puedan expandir sus colocaciones en el extranjero. El propósito es incrementarlo del 3% al 20%. Periódico Reforma, Agosto 31, 1995.

Institutional Investor, Octubre, 1995.

Por ejemplo, la Corporación Financiera Internacional (IFC) y el Swiss Bank Corp. Coordinaron la colocación de 100 millones de dólares para Apasco, con 4 compañías de seguro. En esta transacción. La IFC hace un préstamo por 100 millones a Apasco por 12 años y vende el 85% a un fondo en Delaware que fue establecido para este propósito. Este fondo vende 85 millones de dólares en certificados con un colateral en garantía a cuatro compañías de seguro: Prudential Insurance, Northwest Mutual Life, John Hancock Mutual Life and Sun America, Los colocadores fueron Swiss Bank y Banamex. La IFC no garantiza la inversión, pero su participación facilita la colocación de los certificados porque permite conseguir una mejor calificación de Standard and Poor's, como BBB+ y por ello las compañías de seguro aceptan el préstamo como un colateral de los certificados. De esta manera obtienen una calificación por encima de la deuda pública que en ese momento era BB. Otro ejemplo es el caso de la empresa Bimbo quien recibió un préstamo por 130 millones de dólares de IFC. A cambio la corporación vendió 105 millones de dólares a un fondo que emitió certificados por el mismo monto con un vencimiento a 12 años. Esos certificados obtuvieron una calificación de "A" por Standard and Poor's. Periódico Reforma, Febrero 3, 1996.

Esta información procede de Reuter. En el caso de México, las dos más importantes agencias calificadoras son Moody's y Standard and Poor's. Hay sin embargo otras, como IBC cuyos parámetros son similares a los de Standard and Poor's y Duffand Phelps.

Entre julio de 1995 y enero de 1996, el gobierno federal suscribió emisiones por más de 6.8 mil millones de dólares. La primera fue el 11 de julio por 1 mil millón de dólares a una tasa de interés de 5.375 sobre la Libor; el segundo fue el 26 de julio por 1.0 mil millón de dólares a 3,45 sobre la Libor; el tercero fue el 5 de octubre por 750 millones de dólares por estar ligado al peso a la tasa de Cetes a 28 días menos 6 puntos; el quinto fue el 30 de noviembre por 400 millones de dólares a la tasa de Bonos del tesoro más 2.61; el sexto fue el 12 de enero por 1.0 mil millón de dólares a la tasa de Bonos del Tesoro más 4.45 puntos. Excelsior, 3 de febrero, 1996.

Fue precisamente en abril cuando las autoridades financieras mexicanas se reunieron con el Foro Weston Group que incluye a Fidelity Trust Co. of the West, Scudder, Stevens and Clark, Oppenheimer, Putman Funds Management, March and McLennan Co., Soros Fund Management, Salomon Brothers Inc. Nomura Securities Co., y Weston Bank. Entre otras cuestiones, este grupo señaló la necesidad de mantener el tipo de cambio bajo control e incrementar la emisión de deuda pública en instrumentos con cobertura cambiaria. A cambio de ello, este grupo garantizaba la afluencia de 17 mil millones de dólares en el curso del año. El Financiero 22 de diciembre 1994.

. Karla Hills added something along these same lines when she said that if our neighbour's house is burning down, we should be careful as ours could burn down too. See too, Press briefing by Secretary of State Warren Christopher and Treasury Secretary Robert Rubin, 31st January, 1995, White House, Washington, DC,. Bernie Sanders, member of Congress for Vermont, pointed out to the Congress audiences that " You (Rubin) used to work for Goldman Sachs, didn't you? So, you are familiar with this process. Well, why don't you return to your patriotic friends in Wall Street and say to them: " Listen, we have a problem. You have the chance to earn 19 or 20%, maybe more, in your investment in Mexico. You all believed in the system of free enterprise. You win some, you lose some.. Why should the average American guarantee these investments...?" Revista Proceso. 30th January, 1995.