

# América Latina: movimiento de capitales y su efecto sobre el modelo liderado por las exportaciones



Noemi Levy Orlik  
Jorge Bustamante  
Coordinadores



En América Latina, el modelo neoliberal adoptó dos distintivos centrales que son, primero, la casi completa liberalización y globalización financiera, productiva y comercial, y segundo, las exportaciones asumieron el liderazgo del crecimiento económico. La conjunción de estos elementos no ha generado los resultados esperados por los defensores del modelo. Por un lado, el crecimiento económico ha sido reducido en un entorno de debilidad estructural del sistema financiero y, por otro se ha mantenido e, incluso, profundizado los históricos déficit externos estructurales de la región, con sectores productores de bienes de capital, aun mas exiguos. El modelo económico resultante ha sido aún más dependiente, inestable, con gran centralización de capital y concentración del ingreso.

Considerando las anteriores características del modelo dominante en América Latina coordinamos este libro, el cual, se dividió en cuatro temáticas. La primera analiza las limitantes del crecimiento económico en el modelo liderado por las exportaciones; la segunda discute el efecto de los movimientos de capitales sobre la organización del mercado financiero y las corporaciones. La tercera, revisa críticamente los planteamientos en torno a la inversión extranjera directa y la estructura productiva. Y finalmente, se discuten las políticas económicas y las instituciones en el marco de un modelo económico dominado por relaciones financieras complejas.



Enrique Luis Graue Wiechers	<i>Rector</i>
Leonardo Lomelí Vanegas	<i>Secretario General</i>
Mónica González Contró	<i>Abogada General</i>
Leopoldo Silva Gutiérrez	<i>Secretario Administrativo</i>
Alberto Ken Oyama Nakagawa	<i>Secretario de Desarrollo Institucional</i>
Raúl Arcenio Aguilar Tamayo	<i>Secretario de Prevención y Atención a la Seguridad Universitaria</i>
Mónica González Contró	<i>Abogada General</i>

FACULTAD DE ECONOMÍA

Eduardo Vega López	<i>Director</i>
Mario Alberto Morales Sánchez	<i>Secretario General</i>
María del Carmen Aguilar Mendoza	<i>Secretaria Administrativa</i>
Juan M. M. Puig Llano	<i>Coordinador de Publicaciones</i>

Este libro se inscribe en el Proyecto "Los límites de la financiarización en países en desarrollo y los desafíos de los modelos de crecimiento liderados por las exportaciones: presente y futuro de América Latina", con el número PAPIIT IN305217 financiado por el Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA) de la UNAM.

Diseño de portada: MARÍA FERNANDA ROMERO RODRÍGUEZ

D.R. © 2019, Facultad de Economía,  
Universidad Nacional Autónoma de México,  
Ciudad Universitaria, 04510 México, D. F.

Primera edición: 7 octubre de 2019

ISBN: 978-607-30-2346-7

Impreso y hecho en México/Printed and made in Mexico.

"Prohibida su reproducción total o parcial sin la autorización por escrito de los autores"

Contenido

INTRODUCCIÓN	11
PRIMERA SECCIÓN LIMITANTES AL DESARROLLO ECONÓMICO EN EL MODELO LIDERADO POR LAS EXPORTACIONES	29
1. Centro y periferia en las relaciones monetarias globales y sus implicaciones para los países del sur Christian Ambrosius	31
2. Dualidad estructural y acumulación ficticia en México Roberto Escorcia Romo y Aarón Arévalo Martínez	59
3. Movimiento internacional de capital y la inserción neoliberal de México en el mercado mundial Abelardo Mariña Flores y Sergio Cámara Izquierdo	87
4. Financiarización y restricción externa en el proyecto neoliberal de Argentina Alan Cibils y Mariano Arana	123
SEGUNDA SECCIÓN MOVIMIENTOS DE CAPITAL, MERCADOS FINANCIEROS Y CORPORACIONES	149
5. Dominio de la cuenta de capital y cambio estructural en Colombia Gonzalo Combita Mora y Álvaro Martín Moreno	151

6. Deuda, Transferencias de capital y mercados de valores: una mirada desde Argentina Brasil y México Luis Kato Maldonado y Guadalupe Huerta Moreno	179
7. La paradoja de las grandes empresas y el mercado de capitales Noemí Levy Orlik y Jorge Bustamante Torres	211
8. La deuda de empresas no financieras en América Latina Gabriel Gómez Ochoa y Héctor E. González Salcedo	241
TERCERA SECCIÓN INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y ESTRUCTURA PRODUCTIVA	265
9. Inversión extranjera directa y acervo de capital en la industria mexicana Samuel Ortiz Velásquez y Marisol Amado Ruiz	267
10. Internacionalización del Capital en México: tendencias en el desarrollo industrial y regional, 1990-2018 Beatriz Paloma Sánchez Cruz	297
11. Heterogeneidad estructural en el sector manufacturero mexicano de alta y mediana tecnología en el contexto de los procesos de producción global Mónica Mimbrera Delgado y Jorge Feregrino Feregrino	329

CUARTA SECCIÓN MOVIMIENTOS DE CAPITAL, INSTITUCIONES Y POLÍTICA ECONÓMICA EN MÉXICO	355
12. Metas de inflación y crecimiento económico: un binomio imposible en México Roberto Valencia Arriaga	257
13. Política fiscal en el contexto de la estabilidad monetaria e influjos de capital en México Teresa López González y Eufemia Basilio Morales	379
14. Una discusión teórica de la austeridad fiscal y la libre movilidad de capitales Arturo Huerta González	407
15. Banca de desarrollo y financiamiento al sector productivo Christian Said Domínguez Blancas	427

**Capítulo 13**  
**POLÍTICA FISCAL EN EL CONTEXTO DE LA ESTABILIDAD**  
**MONETARIA E INFLUJOS DE CAPITAL EN MÉXICO**

Teresa López González\*  
Eufemia Basilio Morales\*\*

**Introducción**

**S**i consideramos el volumen de las entradas y salidas de los flujos de capital externo hacia América Latina, durante 1979-1982, México fue uno de los países que recibió una elevada proporción de dichos flujos entre 1979-1981, pero también fue el que registró la mayor fuga masiva de capitales previo a la crisis de la deuda externa de 1982 (López, 2001).

En 1989 se reinicia el flujo de capitales a la región latinoamericana, en particular los de corto plazo, siendo nuevamente México uno de los principales receptores de capitales. Este retorno voluntario ha sido explicado como una respuesta positiva de los inversionistas extranjeros y nacionales que sacaron y repatriaron sus capitales, a las políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización, así como a las reformas estructurales que se iniciaron en 1983, en la mayoría de las economías latinoamericanas para enfrentar los efectos recesivos e inflacionarios de la crisis de la deuda externa.

\* Profesora de la Facultad de Estudios Superiores de Acatlán, UNAM

\*\*Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

Se suponía que la entrada masiva de capital de cartera a las economías latinoamericanas más grandes (Brasil, Chile, Colombia y México) podría resolver los problemas de insolvencia financiera provocados por la crisis de la deuda externa. Ello no sucedió porque las entradas masivas de este tipo de capital generaron otros problemas, como la apreciación o variaciones bruscas del tipo de cambio real. Y, dado que el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la inflación en las economías latinoamericana, los gobiernos de éstas economías se vieron obligados a realizar severos ajustes macroeconómicos, mediante medidas monetarias y fiscales altamente restrictivas para contener la inflación provocada por devaluaciones o depreciaciones del tipo de cambio.

En el contexto de la liberalización financiera y comercial, los movimientos del tipo de cambio son muy complejos debido a la estructura productiva heterogénea y el débil marco institucional de las economías latinoamericanas. Las crisis cambiario-financieras de la década de 1990, en particular la mexicana de 1994-1995, mostraron que los flujos de capital de cartera en situaciones de elevada liquidez y fuerte volatilidad de las tasas de interés en los mercados internacionales, complican el proceso de ajuste del tipo de cambio real debido a las condiciones de alta fragilidad financiera (Ros, 1993).

Uno de los problemas que provocan los flujos masivos de capital de corto plazo es la concentración en inversiones en activos financieros por la apreciación del tipo de cambio. Ello explica que el ajuste del tipo de cambio generalmente conduzca a crisis cambiarias e inestabilidad macroeconómica en las economías en desarrollo y emergentes. De ahí que, en el contexto de libre movilidad de capitales, dichas crisis sean recurrentes en estas economías. Un problema adicional es el carácter especulativo de los flujos de car-

tera, que se refleja en entradas y salidas masivas y súbitas, lo cual dificulta su control e intermediación. En el tiempo, las entradas y salidas masivas generan graves problemas de asignación (activos financieros *vs* activos físicos), que en ausencia de medidas prudentiales, generan burbujas crediticias que son antesala de las crisis cambiario-financieras.

La inestabilidad financiera y económica inducida por los flujos de capital de cartera en México en 1994-1995 es un claro ejemplo de sus efectos desestabilizadores. El origen de la crisis de 1994 está vinculada a la expansión del crédito bancario generada por la entrada masiva de capital de corto plazo (1989-1994); lo que, conjuntamente con la flexibilización de los requisitos para otorgar crédito, condujo a un gran crecimiento del crédito a los sectores consumo e hipotecario. Para 1993, este proceso ya había generado un elevado índice de cartera vencida de la banca comercial, y dado el elevado nivel de apreciación del tipo de cambio real, las condiciones estaban dadas para la irrupción de la crisis de balanza de pagos. A la discreta salida de capitales de cartera (desde agosto 1994), le siguió la salida abrupta en noviembre del mismo año, lo cual obligó al gobierno a devaluar el peso y a incrementar la tasa de interés. Al igual que en el pasado reciente, el gobierno mexicano adoptó políticas fiscales y monetarias restrictivas para contener los efectos inflacionarios de la devaluación por la vía de la contracción de la demanda agregada.

En este contexto, los flujos de cartera son una fuente generadora de inestabilidad macroeconómica y financiera en las economías en desarrollo y emergentes, incluso bajo condiciones de reducidas medidas de control macroprudenciales (tiempo, permanencia y pago impuesto). Por consiguiente, son determinantes las medidas de política económica que se adopten

para enfrentar sus efectos monetario-financieros y la inestabilidad macroeconómica.

En este capítulo se analiza la relación entre la política fiscal y los flujos de capital en México, entre 1980-2016. Nuestra hipótesis sostiene que las entradas masivas y súbitas de flujos de capital de corto plazo a las economías en desarrollo y emergentes, como la mexicana, obligan a la autoridad monetaria a aceptar la apreciación del tipo de cambio real, resultado de la estrategia de estabilidad del tipo de cambio nominal, para cumplir con las metas de inflación. Esto va acompañado de políticas fiscales pro-cíclicas para contener, en un primer momento el efecto monetario de los flujos de capital sobre el tipo de cambio real (apreciación), y posteriormente para suavizar los efectos macroeconómicos que provoca el ajuste en el tipo de cambio real (depreciación del tipo de cambio o devaluación de la moneda local).

El capítulo se organiza en cinco apartados; después de esta introducción, en la segunda sección se exponen las deficiencias estructurales e institucionales de las economías en desarrollo. En la tercera, se analiza el retorno de los flujos de capital hacia América Latina, particularmente a México, en el contexto de las políticas de estabilización macroeconómica y reformas estructurales, adoptadas en la década de 1980. En la cuarta sección se presentan los resultados del modelo econométrico que evalúa la postura fiscal del gobierno mexicano para enfrentar los choques de los flujos netos de capital. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones del capítulo.

### **Deficiencias estructurales e institucionales en las economías en desarrollo**

Las supuestas ventajas y eficiencia macroeconómicas de la implementación del esquema de metas de inflación no se concretaron en las economías en desarrollo, porque el modelo macroeconómico que sustenta dicho esquema no representa las condiciones estructurales e institucionales que caracterizan a estas economías. Primero, domina una estructura oligopólica en el mercado interno, asociada a su tardía industrialización, con una creciente dependencia tecnológica y financiera. Esta dependencia genera un conflicto en la distribución del producto que se manifiesta en un elevado traspaso de la inflación vía el tipo de cambio. Entonces, la devaluación genera inflación no sólo por su impacto en el costo de los insumos importados, sino también porque: *i)* permite a los productores internos aumentar su margen de ganancia, ante los beneficios de una menor competencia de los productos importados, *ii)* desencadena una pugna por la distribución del producto entre los factores de la producción, y *iii)* la devaluación de la moneda doméstica generalmente es precedida por un incremento en la tasa de interés, para contener la salida de los capitales, reducir el impacto de la fuerte contracción crediticia externa por la sobre-reacción del tipo de cambio (“efecto estigma”, Mántey, 2013) y disminuir las presiones inflacionarias generadas por devaluación de la moneda doméstica mediante la contracción de la demanda agregada. Este comportamiento es contrario a la hipótesis de la paridad descubierta de tasas de interés, que supone que la tasa de interés debe reducirse para contener los efectos inflacionarios de la depreciación monetaria (Palley, 2002).

Lo anterior explica que en las economías en desarrollo y emergentes el traspaso del ajuste del tipo de cambio real a la inflación sea más elevado y, por tanto, su efecto depresivo en la cuenta corriente sea más severo que en los países industrializados. Ello es consecuencia de la pérdida de acceso a los mercados financieros internacionales debido a que la devaluación de su moneda causa una degradación de sus deudas soberanas en mayor magnitud que la registrada, en promedio, en los países desarrollados (Calvo y Reinhart, 2002).

La segunda característica de las economías en desarrollo no contemplada en el modelo del nuevo consenso monetarista (NCM) es el permanente déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, uno de los principales desequilibrios estructurales de dichas economías. Bajo libre movilidad de capitales y apertura de la cuenta de capitales, a los países en desarrollo altamente endeudados les resulta muy difícil generar superávit en su cuenta corriente mediante la contracción del ingreso y de las importaciones, debido a que la balanza en cuenta corriente está compuesta por la comercial y la de servicios factoriales. La primera está determinada principalmente por la competitividad nacional y el nivel de ingreso, mientras que la segunda depende en gran medida del servicio de la deuda externa (Kregel, 2006: 324).

La tercera característica es originada por los efectos que desencadenan los choques externos provenientes de los mercados financieros internacionales, pues bajo un régimen cambiario de libre flotación, los bancos centrales de las economías en desarrollo tienen poco margen de acción para estabilizar la economía. Ello se debe a que los flujos masivos de capital de cartera aprecian el tipo de cambio real y fomentan la inflación en el mercado bursátil; lo que retroalimenta la entrada de nuevos flujos de capitales. Estas con-

diciones reproducen un círculo vicioso: elevados diferenciales de tasas de interés atraen nuevos flujos de capital de corto plazo que mantienen apreciado el tipo de cambio real. Sin embargo, ante una contracción de dichos flujos, en la medida que deprimen el mercado de valores, inducen fugas que obligan a devaluar o depreciar la moneda doméstica. Ante tal situación, si la autoridad monetaria eleva la tasa de interés para contener el traspaso inflacionario de la devaluación, el efecto depresivo en las cotizaciones de los títulos retroalimentará, por un lado, el proceso inflacionario y, por el otro, la deflación en el mercado bursátil (López y Perrotini, 2006).

La cuarta características se desprende de la anterior, y se refiere a la baja capacidad de acción de los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes para influir directamente en su tipo de cambio a través de la tasa de interés. Ello se debe a que los diferenciales de tasas de interés sólo explican una pequeña parte de las variaciones de sus tipos de cambio (Hüfner, 2004). En países con moneda débil, que es el caso de las economías latinoamericanas, las operaciones de mercado abierto son insuficientes para asegurar la estabilidad financiera, debido a que sus tipos de cambio no dependen de la liquidez de sus mercados financieros (*i. e.* estabilidad de los precios de sus activos financieros), como en el caso de los países con moneda de reserva, sino del saldo de su balanza comercial y del flujo de capital externo. En otras palabras, en los países en desarrollo, la debilidad de sus monedas se debe al bajo desarrollo y profundidad de sus mercados de capitales y al déficit estructural de la cuenta corriente de su balanza de pagos (Toporowski, 2005).

La quinta característica se refiere a la restricción externa al crecimiento, misma que condiciona la conducción de la política monetaria. A esta restricción se le ha denominado “pecado original”,

que consiste en la imposibilidad de pagar sus déficit de balanza de pagos con títulos de deuda denominados en sus propias monedas (Hausmann, Panizza y Stein, 2001). Ello obliga a la autoridad monetaria a contratar pasivos en moneda extranjera (dolarización de pasivos), lo que eleva la vulnerabilidad financiera ante la devaluación de su moneda, y a elevar la tasa de interés interna una vez que la devaluación se concreta. Así, cuando los tipos de cambio se esperan estables, los diferenciales de tasas de interés guían los flujos de capital que permiten financiar elevados déficit en cuenta corriente por un tiempo prolongado (Calvo y Reinhart, 2001). De ahí que, tras la desregulación de los mercados financieros las tasas de interés a corto plazo provocarán menores efectos en las tasas de largo plazo, mientras que el efecto fue mayor en los tipos de cambio (BIS, 1990).

Entonces, las características institucionales y estructurales de las economías en desarrollo (alta dependencia tecnológica, baja profundidad de su sistema financiero y alta dolarización de pasivos) impiden a los bancos centrales operar el esquema de metas de inflación bajo un régimen cambiario de libre flotación y tasa de interés como único instrumento intermedio de la política monetaria.

Bajo escenarios internacionales de excesiva liquidez y libre movilidad de capitales, los bancos centrales de los países en desarrollo que adoptaron el esquema de metas de inflación de forma flexible en los primeros años de la década de 1990, y de manera más rigurosa en la segunda mitad de dicha década, se vieron obligados a anclar el tipo de cambio (“miedo a flotar”), con la consecuente apreciación del tipo de cambio real, para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación (Padoa-Schioppa, 1994). Ello implicó realizar intervenciones en el mercado cambiario para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital en la base

monetaria; y, de esta forma asegurar la estabilidad de precios. En otras palabras, la política de intervención en el mercado cambiario permite a los bancos centrales de los países en desarrollo controlar las variaciones del tipo de cambio nominal dentro de la banda cambiaria previamente establecida, pero dicha política no puede evitar la apreciación del tipo de cambio real.

Los bancos centrales de estas economías cuentan con una capacidad prácticamente ilimitada para esterilizar el impacto monetario que genera una oferta excedente de divisas, vía colocación de bonos gubernamentales o bonos del propio banco central. Sin embargo, esta situación se revierte ante las salidas abruptas de capitales, pues es altamente probable que los bancos centrales enfrenten fuertes problemas para operar la política monetaria debido a que la reserva de activos internacionales se convierte en una fuerte limitante para intervenir en el mercado cambiario con el propósito de contener la depreciación del tipo de cambio (Frenkel, 2006). Además, dado que los flujos de capital de cartera son altamente sensibles a las variaciones de las tasas de interés, y éstas a las variaciones de las tasas de interés externas, los bancos centrales están obligados a mantener un alto diferencial entre ambas tasas para evitar la fuga de capitales y atraer nuevos flujos.

### **Reformas estructurales y retorno de los flujos de capital a México**

Existe consenso que uno de los factores determinantes de los flujos de capital de corto plazo hacia América Latina y, México, ha sido la confianza generada por las políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización y las reformas estructurales aplicadas a partir de 1985 en casi toda la región (Calvo, Reinhart y Ros, 1993; Calvo,

Leiderman y Reinhart, 1996). O sea, el retorno de capitales tiene lugar en un contexto económico e institucional radicalmente distinto al prevaleciente hasta 1982.

### **Características y determinantes de los flujos de capital en México**

En 1989 se inician las entradas de capital externo de cartera a México, y se volvieron crecientes y masivas desde los primeros años de la década de 1990, interrumpiéndose en los episodios de volatilidad financiera y cambiaria de 1994-1995 y 2008-2009. Este comportamiento es un indicador de la confianza de los inversionistas extranjeros en México y, por tanto, de la inserción de la economía mexicana al mercado financiero internacional. Sin embargo, tanto las súbitas entradas y salidas masivas de estos flujos generan inestabilidad monetario-financiera y desequilibrios económicos, debido a su preferencia por las inversiones en activos financieros.

Si analizamos los movimientos (entradas y salidas) de los flujos de capital a México entre 1982-2016, podemos distinguir tres períodos. El primer periodo se ubica en los años 1985-1988, en el marco de la adopción de las políticas macroeconómicas de ajuste y las primeras iniciativas de las reformas estructurales, concretamente la liberalización del sistema financiero y sector comercial. En el caso de las políticas de ajuste y estabilización, tenían como objetivos de corto plazo el control de la inflación y la reducción del déficit público, asumiendo que la estabilidad monetaria y el equilibrio fiscal son condiciones necesarias para la estabilidad macroeconómica, requisito necesario para el crecimiento de largo plazo. Por su parte, las reformas estructurales tenían como propósito desregular la economía para abrir nuevos espacios a la inversión extranjera,

así como alentar la repatriación de capitales de los inversionistas nacionales.

La venta de empresas públicas iniciada en 1985, representó opciones de inversión muy atractivas para el capital extranjero y nacional, lo que significó la reducción o eliminación de la participación del Estado en sectores estratégicos (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1996). Por su parte la liberalización del sistema financiero y la desregulación unilateral del comercio exterior para adherirse en 1986, al Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (*General Agreement on Tariffs and Trade*, GATT) tuvo los mismos efectos.

A la dinámica anterior se sumaron las expectativas positivas generadas por la renegociación de la deuda externa por parte del gobierno mexicano con sus acreedores externos públicos y privados, mediante el plan Baker en 1985, y el plan Brady (1989).

La segunda etapa de flujos masivos de capital a México, tuvo lugar entre 1989-1994. Inició con los cambios a los marcos legislativos y normativos entre 1989 y 1991, que regulaban la participación de la inversión extranjera el sector bancario y sectores estratégicos de la economía (comunicación y transporte y energía). Estas transformaciones (que también tuvieron como objetivo crear las condiciones para el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, TLCAN), fueron factores centrales para atraer flujos de capital de corto y largo plazos, como IED. En su conjunto, las políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización y las reformas estructurales implementadas entre 1983-1988, sentaron las bases para que la economía mexicana fuera considerada como emergente, si consideramos los elevados flujos de capitales de cartera entre 1989-1994.

La confianza de los inversionistas extranjeros y nacionales se consolida a lo largo de la década de 1990, con las reformas a la normatividad que regulaba la participación de los inversionistas extranjeros

en los flujos externos de cartera y la IED del sector bursátil y los proyectos de infraestructura pública. Ello multiplicó las oportunidades para los inversionistas extranjeros, en particular para la IED porque una alta proporción de ésta ingresó vía mercado bursátil.

Los efectos de “atracción” de los flujos externos también generaron problemas debido al elevado volumen de activos públicos privatizados en los años 1985-1992,<sup>1</sup> así como a la modalidad que asumió su venta. Así, a los efectos provocados por los flujos de capital de cartera, como la apreciación del tipo de cambio real y la expansión del crédito bancario, se sumaron el incremento significativo de los ingresos públicos extraordinarios proveniente de la venta de dichos activos, que se utilizaron para financiar el déficit y adquirir otros activos físicos. En ese contexto, se redujo la deuda externa, la deuda interna con el Banco de México y la deuda interna con el sector privado, o alguna combinación de las tres (Ros, 1993), lo cual tuvo importantes efectos en el mercado de dinero y, por tanto, sobre la tasa de interés.

La tercera etapa de flujos masivos de capital reinició en el 2000, una vez agotado el efecto de atracción de las reformas estructurales sobre los flujos de capital de corto plazo, y controlada la volatilidad financiera y monetaria de las crisis cambiario-financieras registradas en Latinoamérica en el segundo quinquenio de 1990 (México, 1995; Brasil, 1998). En el caso de México, esta etapa coincide con la adopción del esquema de meta de inflación de forma más estricta,<sup>2</sup> esto es, cuando se establece la meta de  $3\pm 1\%$ . Al igual

1 En los años 1990-1992 se realizó la venta de bancos y empresas cuyos activos era muy altos, como Teléfonos de México (Telmex).

2 En México la adopción de forma rigurosa del modelo macroeconómico de metas de inflación transcurre por un proceso de transición que inicia en 1995, para finalmente adoptar la banda de inflación restringida de  $3\pm 1\%$ . En este periodo se adoptaron medidas fiscales y monetarias restrictivas para reducir la inflación generada por la devaluación del peso en diciembre de 1994.

que en la mayoría de las economías latinoamericanas, los flujos de capital registraron un comportamiento altamente irregular, en particular en los años 1996-2002.

La entrada de capitales a México, en particular de corto plazo, en la primera década del actual siglo está asociada a factores que determinaron su salida de las economías desarrolladas; en otras palabras, se conjugaron factores de expulsión (salidas) y de atracción (ingreso). Entre los principales factores de expulsión de capitales de las economías desarrolladas se encuentran: *i*) las bajas tasas de interés que se registran a partir de 2008 en los mercados financieros internacionales, como resultado de la política monetaria no convencional adoptada por algunos bancos centrales de países industrializados (*v. gr.* La Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo); *ii*) la lenta recuperación de las economías estadounidense y de la zona euro; y *iii*) la aversión al riesgo de los bonos soberanos de estas economías que hasta la crisis financiera internacional de 2008, eran considerados libres de riesgo. En el caso de las economías latinoamericanas, fueron varios factores que atrajeron flujos masivos externos de capital, destacando: *i*) la profundización y modernización de los mercados financieros, *ii*) la profundización de las reformas a los marcos institucionales con el propósito de liberar más espacios económicos atractivos para los inversionistas extranjeros; *iii*) la mejoría de los fundamentales macroeconómicos y las perspectivas de mayor crecimiento, que se supone se alcanzaría con la política macroeconómica de metas de inflación; y *iv*) los elevados precios internacionales de las materias primas, previos a la crisis de 2008. En México, además de estos factores, se sumaron el elevado diferencial entre las tasas de interés interna y externa y la disciplina en las finanzas públicas.

## Hechos estilizados sobre las entradas y salidas de capital en México

En los episodios de súbitas entradas y salidas masivas de los flujos de capital se utilizó la distribución por cuartiles de las tasas de crecimiento de los flujos. Este indicador se construyó con información de la Cepal sobre flujos netos de capital,<sup>3</sup> en dólares americanos; para el cálculo de la tasa anual de crecimiento real de los flujos se deflactó su valor con el IPC de Estados Unidos, con base de 2005. Se calculó la distribución por cuartiles de dichas tasas, de manera que los episodios de entradas netas (choque positivo de los flujos) corresponden a las observaciones situadas en el cuartil superior de la distribución y los episodios de salida (choque negativo de los flujos) corresponden a las observaciones localizadas en el cuartil inferior, las cuales pueden corresponder a una entrada neta de capitales muy pequeña y, por lo tanto, atípica.

Con el propósito de tener una referencia comparativa se presenta la evolución de los flujos netos de capital para el conjunto de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, para el periodo 1980-2016. En esta se distinguen tres etapas. La primera correspondiente al choque petrolero y la crisis de la deuda externa (1980-1988), se registran tres episodios de entrada y una salida masiva entre 1982-1983. Ello significa que los flujos de capital neto fueron negativos, es decir, estos países se convirtieron en exportadores netos de capital. La segunda etapa comprende los años 1984-1994, después de un episodio de salidas se registra una entrada masiva durante tres años consecutivos, 1991-1993. Esto último, como resultado de las reformas estructurales y la estabilización macroeconómica, ya que las mismas elevaron la confianza de los inversionistas extranjeros,

3 Los flujos netos de capital corresponden al saldo entre las entradas y salidas de los respectivos renglones de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

lo que contribuyó a mejorar las calificaciones de riesgo país de las cinco economías. Durante la tercera etapa, 1995-2016, sólo se registró una salida en 2002, y tres entradas netas, aunque su comportamiento fue altamente irregular en los años 1996-2002. A partir de este último año, se registra una tendencia al alza, teniendo su pico más alto en 2011, con un monto de 225.8 Millones de dólares, para iniciar nuevamente un descenso en el valor de las entradas de capitales.

A nivel de país resaltan algunas diferencias con el agregado de las cinco economías. En el caso del “efecto tequila” que generó la crisis cambiario-financiera de 1994 en México, en el agregado se refleja como episodio de salida de capitales en 1994 y 1995, y su mayor impacto sólo se registró en México. Las crisis asiática y rusa que provocaron un leve episodio de salida de capital en Colombia y Perú, y afectó ligeramente a Brasil, no produjo un choque en el conjunto de los cinco países. Por otro lado, las diferencias en los episodios de entrada entre el agregado y los cinco países que se observan a partir de 2000, se explican en gran medida por el comportamiento de la IED vinculada al sector extractivo (minería y energía) y por los movimientos de portafolio que afectaron a los cinco países en diferentes momentos y magnitudes.

### **La postura fiscal de México ante los choques generados por los flujos netos de capital**

Con el propósito de evaluar la hipótesis que sostiene que la postura fiscal frente a las oscilaciones del producto y los flujos de capital (entradas y salidas) profundiza el tamaño de los ciclos o, por el contrario, puede moderarlos, con importantes consecuencias macroeconómicas, se procedió primero a identificar el signo y la signi-

fiancia de las correlaciones entre los flujos de capital, el producto y la política fiscal. Este ejercicio se realizó considerando los flujos netos de capital y sus distintos componentes, como la IED, las inversiones de portafolio, el crédito externo y otros flujos.

### **Correlación entre los flujos de capital, crecimiento del producto y la postura de la política fiscal**

El cuadro 1 muestra una correlación entre los flujos netos de capital y el nivel de producto en el período 1980-2017. La correlación de los componentes cíclicos del producto y flujos de capital, estimados mediante el filtro de Hodrick y Prescott (1997), confirman una asociación positiva entre estas variables, con un nivel de significancia estadística de 0.01 y una correlación positiva (0.47). Ello sugiere la naturaleza procíclica de los flujos de capital, en particular de la variable portafolio cuya correlación positiva es de 0.45, Lo que confirma el carácter procíclico de la política fiscal. Respecto a los resultados de las correlaciones entre los componentes cíclicos del producto y los componentes del gasto público (total, corriente y de capital) se observan correlaciones positivas y significativas, ya que las tres variables resultan significativas al 0.01 ( $p < 0.01$ ). Esto es, el nivel de significancia más alto. La postura fiscal procíclica es más evidente en el caso del gasto de capital, con una correlación de 0.87. Ello no debe sorprender si consideramos que es en este tipo de gasto donde el gobierno actúa con mayor discrecionalidad con el propósito de adelantar políticas de estabilización macroeconómica, en particular contrayendo dicho gasto para contener las presiones inflacionarias que generan las entradas de capital, en particular de cartera.

**Cuadro 1. México**  
**Correlaciones entre componentes cíclicos**

Flujos netos de capital y producto				
País	Flujos netos	Flujos netos por componentes		
		IED	Portafolio	Crédito externo y otros flujos
México	0.4712***	0.1907	0.4491***	-0.2096
Gasto público y producto				
País	Gasto total	Gasto corriente	Gasto de capital	
México	0.9811***	0.4531***	0.8708***	
*** $p < 0.01$ , ** $p < 0.05$ , * $p < 0.10$				

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

### Componentes cíclicos del gasto público y los flujos netos de capital

Para determinar la existencia de alguna regularidad entre la política fiscal y los flujos de capital se procedió a calcular las correlaciones entre los componentes cíclicos del gasto público total y sus componentes (corriente y de capital) y las entradas y salidas de los flujos netos de capital. Estos resultados se presentan en el cuadro 2, que muestran que las correlaciones son significativas al 0.01 ( $p < 0.01$ ), en particular en el caso del gasto de capital en el total de flujos netos. Al observar las correlaciones tenemos que existe una correlación positiva (0.49). Entre los flujos netos de capital y el gasto total. Un comportamiento igual registra el gasto de capital (0.49). En particular en las salidas (0.50), Lo que significa que el gobierno eleva el gasto de capital para enfrentar las salidas de capital. La excepción es el gasto corriente, que registra una relación inversa

tanto en las salidas como entradas de flujos netos de capital, siendo su correlación de -0.72 en las entradas y de -0.42 en las salidas. Ello significa que el gasto corriente se contrae tanto en las entradas como en las salidas, pero que dicha contracción es mayor en las entradas, mientras que el gasto de capital registra incrementos muy débiles en las entradas. Este comportamiento confirma la postura fiscal procíclica del gobierno mexicano registrada en la relación flujos de capital neto y producto del cuadro 1.

Con base en los resultados presentados en los cuadros 1 y 2 se puede concluir que la actividad económica está positivamente correlacionada con los flujos de capital, así como con el gasto público total y el gasto de capital. Estos hallazgos arrojan una primera evidencia sobre la naturaleza procíclica tanto de los flujos de capital como de la política fiscal en el caso de México, pero falta por determinar la dirección de esta relación, lo que se evaluará mediante una función de reacción de la política fiscal.

### **La función de reacción de la política fiscal**

Para evaluar con mayor rigor la postura fiscal de México en el período analizado, se elaboró una función de reacción de la política fiscal, que retoma el marco teórico de la restricción presupuestal intertemporal propuesta por Craig (2005) y Fatás y Mihov (2009). De acuerdo con este planteamiento, se asume que la política fiscal es la variable endógena que reacciona contemporáneamente frente a la actividad económica, dado algún rezago ante la deuda pública, con el propósito de que las finanzas públicas contribuyan a la estabilización macroeconómica; de forma tal que, la actividad económica y la deuda pública son sostenibles a largo plazo. Por supuesto que el gobierno también puede reaccionar ante otros factores macroeconómicos característicos de las economías en desarrollo,

**Cuadro 2. México. Correlaciones entre los componentes cíclicos de gasto y los flujos netos de capital 1980 - 2016**

País	Gasto total			Gasto corriente			Gasto de capital		
	Flujos netos	Entradas y salidas		Flujos netos	Entradas y salidas		Flujos netos	Entradas y salidas	
		Entradas	Salidas		Entradas	Salidas		Entradas	Salidas
México	0.4932***	0.1009	0.2347	0.1474	-0.7238*	-0.4241	0.4975***	0.1653	0.5009

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.10$

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco Mundial.

como los flujos de capital y los términos de intercambio, u otros factores particulares de cada país.

El siguiente modelo en su forma reducida intenta capturar estos aspectos:

$$PolF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Flujos_{i,t} + \beta_2 y_{i,t} + \beta_3 Deuda_{i,t-1} + \beta_4 Ti_{i,t} + \beta_5 TC_{i,t} + \beta_7 IED_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Donde  $PolF_{i,t}$  es la variable de política fiscal del país, y corresponde al gasto público total y sus componentes;  $Flujos_{i,t}$  representa los flujos netos de capital;  $y_{i,t}$  representa la actividad económica medida por el PIB;  $Deuda_{i,t-1}$  corresponde a la deuda del gobierno;  $Ti_{i,t}$  representa los términos de intercambio,  $TC_i$  representa la flexibilidad cambiaria e  $IED$  la inversión extranjera directa.

La definición del choque de los flujos de capital al producto capturado a través de  $\beta_2$  toma como referencia los trabajos de Favero y Giavazzi (2004) y Julio, *et al.* (2012) que han utilizado relaciones no lineales similares para estudiar los determinantes del *emerging market bond index* (EMBI) en los países emergentes, así como el trabajo del FMI (2011) para medir el impacto de los términos de intercambio sobre los fundamentales macroeconómicos.<sup>4</sup>

Las variables de control fueron elegidas tomando como referencia los trabajos de Ilzetzki, *et al.* (2008a, 2008b, 2013), Adler y Sosa (2011), y Céspedes y Velasco (2011). De acuerdo con estos trabajos, los términos de intercambio podrían influir en las decisiones de gasto del gobierno, concretamente en los países exportadores de materias primas que son propiedad del Estado (petróleo, cobre, etc.). Por otro lado, el régimen cambiario podría afectar las decisio-

4 Es importante señalar que la estimación de la ecuación (1) está expuesta a problemas de endogeneidad, porque, por un lado, la actividad económica se puede ver afectada contemporáneamente por el gasto del gobierno (que se captura usualmente mediante los multiplicadores de gasto) y, por el otro, los flujos de capital pueden estar influenciados por las decisiones de la autoridad fiscal en el mismo período.

nes fiscales, ya sea de forma directa a través del impacto sobre el costo de la deuda (Cook y Devereux, 2006), o mediante el efecto de los flujos sobre el producto.

El régimen cambiario se captura a través de la construcción de una variable de flexibilidad cambiaria dicotómica,<sup>5</sup> nombrada en el modelo de la regresión 1 como flexibilidad cambiaria (TCI), y que se puede observar en el cuadro 3, donde 1 representa un régimen completamente flotante y 0 representa un tipo de cambio fijo, regulado mediante bandas cambiarias o de flotación regulada. En la construcción de esta variable se utilizó el índice de flotabilidad cambiaria de facto, construido por Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008b).<sup>6</sup>

La estimación de la ecuación (1) se realizó usando información anual de la Cepal para el período 1990-2018. Como se mencionó, la variable endógena de política fiscal se mide utilizando el gasto público, diferenciando el monto total y sus componentes, gasto corriente y gasto de capital, y una medida de gasto de consumo del gobierno. En el caso de las variables exógenas, en particular los flujos de capital, se utiliza el total de los flujos netos y los componentes de IED y de la inversión de portafolio.

En el cuadro 3 se presentan los resultados del modelo de regresión especificada en la ecuación 1 que muestran que la única variable significativa y positiva es el PIB, el resto de las variables no determinan las decisiones de política fiscal en México en el período analizado. Estos resultados también confirman que no hubo ninguna reacción directa.

Uno de los hallazgos más importantes se refiere a la estimación del parámetro  $\beta'_{2,t}$ , que resulta positivo, significativo y robusto a

5 Una variable dicotómica o dummy es una variable cualitativa que sólo puede adoptar dos valores.

6 En el trabajo de estos autores este índice tiene un rango que fluctúa entre 1 y 14, donde 1 es un régimen de tipo de cambio fijo y 14 un régimen de libre flotación.

través de las diversas especificaciones. Estos valores sugieren que se adoptaron posturas fiscales procíclicas durante las últimas dos décadas, ya que, ante la mejora económica medida por el incremento del PIB, se elevó el gasto total en 1.92%. Dicha postura no necesariamente contribuyó a la estabilización macroeconómica que generalmente se le atribuye a ese tipo de medidas y, en consecuencia, al bajo déficit público. Ello también puede ser resultado de la expansión de la actividad económica que se registra con las entradas netas de capital, lo que incentiva al gobierno a elevar el gasto público, y viceversa, en las salidas a reducirlo.

Cuadro 3

Dependent Variable: GASTO TOTAL				
Method: Least Squares				
Date: 02/22/19 Time: 01:52				
Sample: 1981 2016				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>FLUJOSDECAPITAL</b>	0.000756	0.002989	0.252965	0.8021
<b>PIB</b>	1.92685	0.226533	8.505814	0
<b>DEUDA</b>	-0.013193	0.028368	-0.465087	0.6453
<b>TERMINOS DE INTERCAMBIO</b>	-0.074994	0.088191	-0.85036	0.4021
<b>FLEXIBILIDAD CAMBIARIA</b>	1.4187	1.285224	1.103854	0.2787
<b>IED</b>	0.000676	0.00163	0.414352	0.6817
<b>C</b>	-3.376851	1.366016	-2.472044	0.0195
R-squared	0.80289	Mean dependent var	2.421942	
Adjusted R-squared	0.762108	S.D. dependent var	6.557045	
S.E. of regression	3.198143	Akaike info criterion	5.335684	
Sum squared resid	296.6155	Schwarz criterion	5.64359	
Log likelihood	-89.04231	Hannan-Quinn criter.	5.443151	
F-statistic	19.68762	Durbin-Watson stat	1.960114	
Prob(F-statistic)	0			

Estos resultados empíricos coinciden en lo general, con los obtenidos por Lozano, *et al.* (2016), en donde se analizan los casos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

## Conclusión

Entre 1980-2016, la economía mexicana ha registrado varios episodios de entradas y salidas masivas y súbitas de capitales, los cuales generaron impactos importantes en el crecimiento económico, la estabilidad financiera y los fundamentales macroeconómicos. Estos movimientos han estado asociados tanto a factores internos como externos. En el caso de los primeros, hacia finales de la década de 1980, dichos flujos fueron atraídos por las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica y las reformas estructurales dirigidas a liberalizar la economía, con una clara tendencia a permitir el acceso de la inversión extranjera a sectores productivos estratégicos, hasta entonces reservados a la inversión pública. A partir de la década de 1990, los flujos de capitales respondieron a la profundización de las reformas estructurales y las expectativas positivas sobre el ciclo de la actividad económica generadas por la política macroeconómica sostenida en el modelo de metas de inflación. Entre los factores externos, están las bajas tasas de interés internacionales y el cambio en los fundamentales macroeconómicos y el ciclo de la actividad económica de la economía estadounidense.

La evidencia para el caso de México, de que los episodios de entradas de capital se registran durante las fases de expansión económica y los de salidas en los periodos de desaceleración, es un indicador del carácter procíclico de los flujos de capital en general, y además de la naturaleza especulativa de los flujos de capital de cartera. En consecuencia, dichos flujos han exacerbado los ciclos

económicos reales. En general, el gobierno mexicano ha enfrentado los choques de capital mediante medidas monetarias y fiscales restrictivas y una política cambiaria de apreciación del tipo de cambio real. En las fases recesivas del ciclo, cuando se deterioran las finanzas públicas (elevación del déficit fiscal) y se reducen las entradas de capital, se adoptaron medidas fiscales restrictivas, fundamentalmente contracción del gasto público, y en menor medida elevación de los impuestos, para compensar la caída de los ingresos públicos y reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En la fase expansiva, cuando mejoran las finanzas públicas y se elevan las entradas de capital, el gobierno expande el gasto público, y no adoptó medidas fiscales extraordinarias, como imponer un impuesto o establecer plazos mínimos de permanencia a los flujos de capital de corto plazo.

La elevación de la tasa de interés y la intervención esterilizada en el mercado cambiario para enfrentar los efectos monetarios de los flujos de capital sobre el tipo de cambio real y, por ende, sobre la inflación, han generado elevados costos fiscales o cuasifiscales, debido a que dicha intervención implica la emisión de títulos públicos. En algunos años, el gobierno se vio obligado a elevar el gasto social ante el grave deterioro acumulado en el nivel de vida de los grupos mayoritarios de la población. Deterioro provocado por la misma política macroeconómica que ha priorizado la estabilidad de precios en detrimento del crecimiento del producto y el empleo.

## **Bibliografía**

Adler. G. y S. Sosa (2011). "Commodity price cycles: the perils of mismanaging the boom" en *International Monetary Fund*, working paper 11/283.

- Bank for international settlements (bis). (1990). *International Capital Flows, Exchange rate Determination and Persistent Current Account Imbalances*. Basilea, junio.
- Calvo, G., Reinhart, C. y J. Ros (1993). "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors" en *International Monetary Fund*. 40 (1). 108-15.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1996). "Inflows of capital to developing countries in the 90's" en *Journal of Economic Perspectives*. 10(2). 123-139.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2001). "Fixing for your life" en Collins, S. Y R. Rodrik (eds.) *Brookings trade forum 2000: Policy Challenges in the next Millennium*. Washington, dc: brookings institution.
- \_\_(2002). "Fear or floating" en *Quarterly Journal of Economics*. 117(2). 379-408.
- Céspedes, L. y A. Velasco (2014). "Was this time different?: Fiscal policy in commodity republics" en *Journal of Development Economics*. Elsevier. 106(C). 92-106.
- Cook, D. y M. Devereux (2006). "Capital inflows, fiscal discretion, and exchange rate policy" en *European Economic Review*. 50(8). 1975-1992.
- Craig, B. (2005). *Fiscal Sustainability in Theory and Practice. A Handbook*. The world bank. World bank publications. Núm. 7495, Washington, D.C.
- Fatás, A. y I. Mihov (2009). "The euro and fiscal policy". *Working paper*, No. 14722 En *National Bureau of Economic Research* (nber).
- Favero, C. y F. Giavazzi (2004). "Inflation targeting and debt: lessons from brazil" en *NBER Working Paper* no. 10390.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2011). "Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting themes and possible policy framework" en *IMF Working Paper*. Febrero. 1-97.

- Frenkel, R. (2006). "An alternative to inflation targeting in latin america: macroeconomic policies focused on employment" en *Journal of Post-keynesian Economics*. 28(4). 573-591.
- Hausman, J. (1978). "Specification tests in econometrics" en *Econometrica*. 46(6). 1251-1271.
- Hausmann, R., Panizza, U. y E. Stein, (2001). "Why do countries float the way the float?" En *Journal of Development Economics*. 66 (2). 387-414.
- Hodrick, R. y E. Prescott (1997). "Postwar u.S. Business cycles: an empirical investigation" en *Journal of Money, Credit and Banking*. 29(1). 1-16.
- Hüfner, F. (2004). *Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: evidence for Inflation Targeting Countries* en centre for european economic research, zew economic studies 23, physica-caverlag, heidelberg.
- Ilzetzki, E. y C. Végh (2008a). "Procyclical fiscal policy in developing countries: truth or fiction?" En NBER Working Paper, No. 14191.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. y K. Rogoff (2008b). "The country chronologies and background material to exchange rate arrangements in the 21st century: which anchor will hold?" Working Paper en university of maryland and harvard university. Fecha de consulta febrero 2018.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E. y C. Végh (2013). "How big (small?) Are fiscal multipliers?" En *Journal of Monetary Economics*. 60(2). 239-254.
- Julio, J., Lozano, L. y L. Melo (2012). "Quiebre estructural de la relación entre la política fiscal y el riesgo soberano en las economías emergentes: el caso colombiano" en banco de la república colombiana, borradores de economía, núm. 693.

- Kregel, J. (2006). "Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo" en Correa, E. y A. Girón (coords.) *Reforma financiera en América Latina*. Clacso. Buenos Aires, Argentina. 315-333.
- López, J. e I. Perrotini, (2006). "On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand" en *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. 59(238). 221-242.
- López, T. (2001). *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México*. FES Acatlán. UNAM y plaza y Valdez. México.
- Lozano, I., Melo, L. y J. Ramos (2016). "La política fiscal frente a los flujos de capital: evidencia empírica para algunos países de América Latina" en *apuntes del CENES*. 35(62). 53-85.
- Mántey, G. (2013). "El apoyo fiscal al banco central y la pérdida del señoreaje" en *ECONOMÍA UNAM*. 10(30). Facultad de Economía. 58-70.
- Padoa-Schioppa, T. (1994). "Adapting central banking to changing environment" en *International Monetary Fund*, Washington.
- Palley, T. (2002). "Escaping the 'policy credibility' trap: reshaping the debate over the international financial architecture" en *Problemas del Desarrollo*. 32(126). 111-124.
- Ros, J. (1993). "Mercados financieros y flujos de capital en México". *Working Paper* no. 201. En the Helen Kellogg Institute for International Studies, diciembre.
- Toporowski, J. (2005). "Las limitaciones de los bancos centrales en la estabilidad financiera" en Mántey, G. y N. Levy (comps.) *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. UNAM, A. Porrúa, Cámara de Diputados. México. 225-236.

