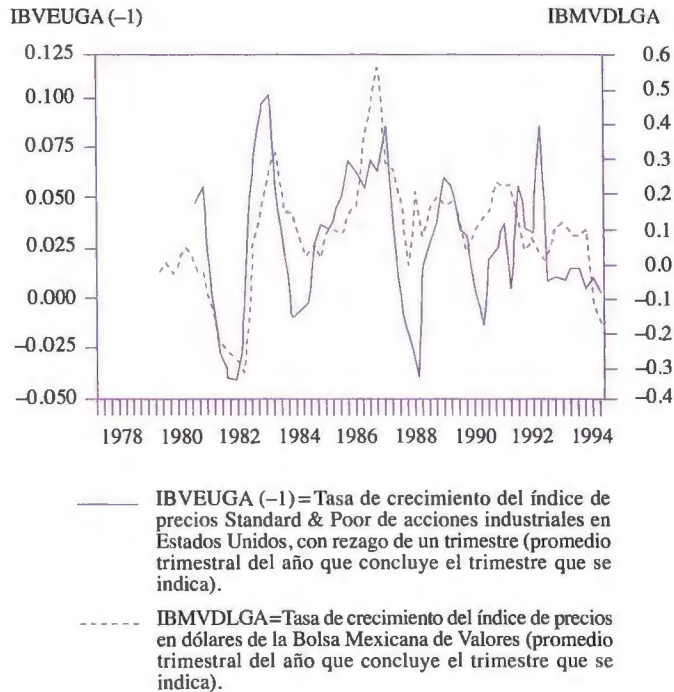




G R Á F I C A 1

VARIACIONES MEDIAS ANUALES DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS REZAGADO UN TRIMESTRE Y DEL ÍNDICE DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES EXPRESADO EN DÓLARES



Las desviaciones en el comportamiento del mercado de acciones mexicano respecto a su contraparte estadounidense fueron un incentivo para que ingresaran al país cuantiosos recursos del exterior durante los primeros años de los noventa. Esos recursos procedían principalmente de fondos de inversión de Estados Unidos que buscaban diversificar sus riesgos para elevar sus rendimientos, aprovechando la relativamente baja correlación entre los mercados de los países desarrollados y los mercados emergentes.<sup>3</sup>

La prolongada recesión de las naciones industrializadas en la década en curso, así como los bajos márgenes de utilidad de sus mercados de capital, condujeron a los administradores de fondos de inversión a buscar en México y otros mercados emergentes una mejora de sus ganancias.<sup>4</sup> Esas plazas ofrecen altos rendimientos, pero también representan elevados riesgos de devaluación monetaria, inestabilidad política e iliquidez financiera.<sup>5</sup>

3. A.B. Divecha, J. Drach y D. Stefek, "Emerging Markets: a Quantitative Perspective", y L.S. Speidell y R. Sappenfield, "Global Diversification in a Shrinking World", *Journal of Portfolio Management*, vol. 19, núm. 1, otoño de 1992, y V. Drosy, *op. cit.*

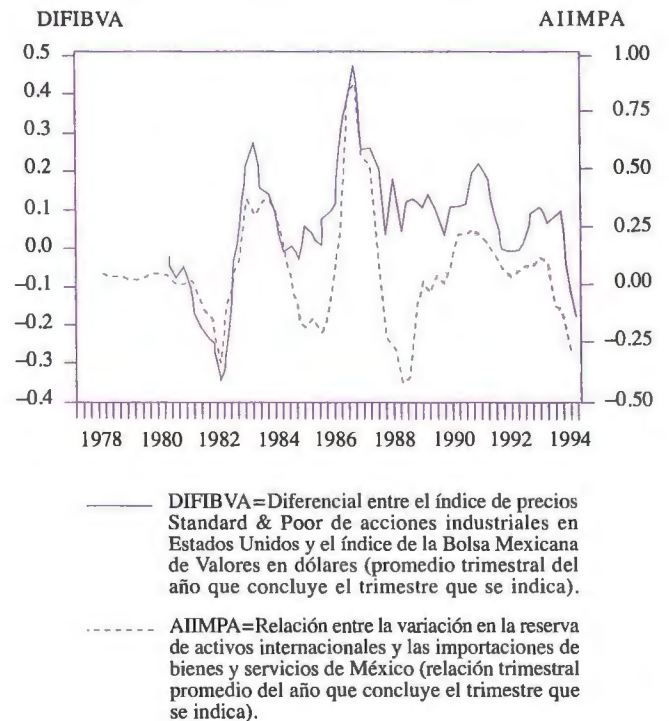
4. G. Shreeve, "Emerging Markets: High Risk, High Return", *The Banker*, núm. 143, septiembre de 1993.

5. V. Drosy, *op. cit.*

En realidad, la falta de información confiable sobre la rentabilidad futura de las empresas hace que esos mercados se muevan a menudo con base en emociones y no en función de factores fundamentales.<sup>6</sup> Además, la insuficiencia de ahorro interno que distingue a los países en desarrollo implica que sus mercados financieros sean delgados, y por tanto, inestables.<sup>7</sup>

G R Á F I C A 2

DIFERENCIAL DE PRECIOS ACCIONARIOS ENTRE MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS Y RELACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES A IMPORTACIONES DE MÉXICO



En los noventa se ha reducido la volatilidad de los mercados emergentes por la mayor liquidez proveniente de los cuantiosos flujos de dinero de Estados Unidos<sup>8</sup> y los procesos de liberalización financiera emprendidos por sus gobiernos. Sin embargo, persisten otros riesgos sistémicos en virtud de la debilidad estructural de su sector externo y de las propias reformas financieras.

En lo que sigue se examina el riesgo sistémico del mercado accionario de México que se deriva de la inestabilidad cambiaria,

6. E. Hagger, "Emerging Markets: From Freight to Despair", *Euro-money*, julio de 1993.

7. H.P. Minsky, *Transition to a Market Economy: Financial Options*, Jerome Levy Economics Institute Working Papers, núm. 66, noviembre de 1991.

8. R. House, "Emerging Markets: Headed for a Fall?", *Institutional Investor*, diciembre de 1993.

el cual se asociará con los fenómenos generados por la liberalización financiera nacional y mundial.

### Efectos de la liberalización financiera en los mercados accionarios

En la segunda mitad de los ochenta se registró una tendencia mundial hacia la desregulación de los mercados financieros, en especial los de valores. Ello constituía la salida más viable del problema de la insolvencia de la banca transnacional derivada de la crisis deudora del Tercer Mundo y llegaba en un momento en que la economía mundial requería del estímulo de tasas de interés a la baja, lo que provocaba que los mercados de valores fuesen especialmente rentables.<sup>9</sup>

El Reino Unido tomó la delantera: reformó su legislación financiera para elevar la competitividad de su mercado bursátil, amplió de manera notable el número de operadores autorizados, eliminó las comisiones fijas y permitió que los participantes derivaran sus ingresos de las ganancias de capital que obtuvieran con sus propias tenencias de valores. Esas reformas, seguidas de inmediato por otros países, dieron como resultado la bursatilización masiva de las deudas y la sobrecapitalización de las empresas.<sup>10</sup> La consecuente expansión del crédito bancario mundial incrementó el volumen de los recursos financieros disponibles y originó enormes flujos desestabilizadores de capital internacional que, con una dinámica de crecimiento independiente de la esfera real de la economía mundial, distorsionan los tipos de cambio y provocan desequilibrios permanentes en el comercio internacional.<sup>11</sup>

Por su magnitud, muchas veces superior al intercambio mundial de bienes y servicios, los movimientos internacionales de capital se han convertido en el principal factor determinante de los desequilibrios en balanza de pagos de los países en desarrollo. Esto ha obligado a los gobiernos a utilizar las tasas de interés internas como el instrumento más importante de sus programas de estabilización, dotándolas de flexibilidad para que se ajusten a las condiciones del mercado. Así, la desregulación de los mercados financieros y la liberalización de las tasas de interés se pueden ver como las dos caras de una misma moneda.

La desregulación del mercado bancario en México se inició en 1984, cuando se derogaron las disposiciones del encaje legal sobre pasivos en moneda nacional. Cuatro años después se liberaron totalmente las tasas de interés y en 1989 se fincaron las bases de la modernización y la apertura del mercado de valores.

La secuencia de las reformas financieras favoreció un crecimiento espectacular del mercado accionario, pues la desregulación del crédito (junto con el saneamiento de las finanzas públicas) hizo que un volumen importante de los recursos internos

9. G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del Tercer Mundo*, Serie Economía de los Ochenta, UNAM, México, 1989.

10. J. Toporowsky, *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash*, Edward Elgar Publishing Co., Aldershot, 1993.

11. Banco de Pagos Internacionales (BPI), *International Capital Flows, Exchange Rate Determination and Persistent Current Account Imbalances*, BPI, Basilea, junio de 1990.

se canalizara al mercado de títulos de renta variable, elevando sus cotizaciones. Ese crecimiento, inducido internamente, atrajo cuantiosos recursos externos que lo reforzaron, siguiendo el patrón de comportamiento observado por lo general en los mercados emergentes.<sup>12</sup> Posteriormente, a medida que la capitalización redujo su ritmo de crecimiento, los inversionistas externos se fueron retirando y ocasionaron una fuerte caída de los precios.

Un dogma de la administración de carteras es que mientras más tarde se entre a un mercado alcista menor es la ganancia.<sup>13</sup> La confianza en un mercado emergente permanece si se cree que el alza en las cotizaciones conducirá en el futuro a una verdadera acumulación productiva de capital.<sup>14</sup> Sin embargo, si las tasas de interés activas que se determinan en el mercado liberalizado exceden el rendimiento del capital en proyectos de bajo riesgo y el crédito que se genera se canaliza a actividades especulativas o de alto riesgo, entonces el ingreso real, las utilidades de las empresas y su valor de mercado crecen lentamente.<sup>15</sup> Con la recesión, las carteras bancarias se deterioran con rapidez y el colapso previsible en el sistema de pagos ahuyenta aún más a los inversionistas, dando lugar a fugas de capitales que precipitan la crisis.<sup>16</sup>

### Influencia del riesgo cambiario en el mercado accionario

Se afirma que los mercados emergentes permiten diversificar las carteras internacionales por su baja correlación con los mercados desarrollados, pero ello es posible sólo para quienes toleran un alto riesgo cambiario a cambio de altos rendimientos.

Debido a la impresionante magnitud y la alta movilidad de los flujos internacionales de capital especulativo, los tipos de cambio se explican en la actualidad más por los diferenciales de las tasas de interés de corto plazo entre los países que por los desequilibrios comerciales o los diferenciales de inflación.<sup>17</sup>

Los diferenciales de rendimientos nominales cuando los tipos de cambio se suponen estables atraen flujos de capital. En consecuencia, una política monetaria restrictiva orientada a proteger a un país de la fuga de capitales puede fácilmente conducir a la sobrevaluación del tipo de cambio. En este caso, el efecto recesivo del rédito alto se agrava por el efecto negativo en la producción, derivado de la pérdida de competitividad internacional de las exportaciones. Por contra, la sobrevaluación del tipo de cambio es benéfica porque reduce la tasa de inflación,

12. E. Hagger, *op. cit.*

13. R. House, *op. cit.*

14. E. Hagger, *op. cit.*

15. C. Díaz-Alejandro, "Adiós represión financiera. ¡Qué tal, crac financiero!", en L. Bendesky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, CEMLA-Banco de España, México, 1985; I. Grabel, "Fast Money, 'Noisy Growth': A Noise-Led Theory of Development", *Review of Radical Political Economics*, vol. 25, núm. 3, 1993, y R.I. McKinnon, *Financial Liberalization and Economic Development: A Re-assessment of Interest Rate Policies in Asia and Latin America*, Institute of Contemporary Studies Press, San Francisco, 1988.

16. H.P. Minsky, *op. cit.*, y J. Toporowsky, *op. cit.*

17. Banco de Pagos Internacionales, *op. cit.*

sobre todo cuando la economía es muy dependiente de las importaciones o está sujeta a una fuerte especulación cambiaria.

Una política de altas tasas de interés, combinada con una de desregulación del crédito y con el congelamiento del tipo de cambio, como la aplicada en México de 1988 a 1994, asegura un flujo elevado de capital externo, pero sólo temporal, en tanto el desequilibrio externo no frena el crecimiento de la economía. Cuando esto sucede y se anticipa una devaluación monetaria, los flujos se desplazan de inmediato a otros mercados con mayor potencial de crecimiento y se precipita la crisis.

La autoridad monetaria puede influir en los rendimientos nominales de los títulos, pero sólo mientras los indicadores fundamentales de la economía no se apartan mucho de sus niveles de equilibrio; al ocurrir esto su potencialidad desaparece porque sus recursos son demasiado pequeños para ir contra las fuerzas del mercado.<sup>18</sup>

La cobertura de riesgos cambiarios no es una solución para los inversionistas que acuden al mercado accionario, pues la devaluación monetaria genera una contracción del ingreso real a corto plazo que reduce de manera considerable el valor de los títulos aun en la moneda local.<sup>19</sup>

### Factores explicativos de los diferenciales de rendimiento accionario entre México y Estados Unidos

Con lo hasta aquí expuesto, es posible establecer las siguientes proposiciones susceptibles de comprobación econométrica.

1. Debido al alto grado de integración entre los mercados financieros de México y Estados Unidos, como resultado de la política de libertad cambiaria aplicada en ambos países durante largo tiempo, uno de los principales riesgos sistémicos a que se enfrenta el mercado accionario mexicano es el que se deriva del comportamiento de su homólogo estadounidense.

2. Por los fuertes efectos recesivos que genera una devaluación monetaria en economías en desarrollo abiertas como la mexicana, el riesgo cambiario es uno de los principales factores de riesgo sistémico que afectan a su mercado accionario.

3. En virtud de la capacidad del banco central para influir en las tasas de interés de corto plazo y en el tipo de cambio—en tanto los indicadores fundamentales de la economía no se aparten demasiado de sus niveles de equilibrio—, el riesgo cambiario puede modelarse en términos de dos variables: *i*) la relación de reservas internacionales a importaciones, y *ii*) los diferenciales de tasas de interés con el exterior. La primera indica el margen de maniobra del banco central para intervenir en el mercado; la segunda, el grado de compromiso de la autoridad monetaria para sostener el tipo de cambio.

Dado que el riesgo sistémico originado en el comportamiento del mercado estadounidense es un factor exógeno en la formu-

lación de la política económica de México, la atención se concentra en el efecto del riesgo cambiario en los diferenciales de rendimiento entre ambos países. Para tal fin se relaciona el cociente de los índices de rendimientos accionarios (medidos en dólares) en ambos países (DIFIBVA) con las dos variables indicativas del riesgo cambiario, o sea, con la relación de reservas internacionales a importaciones de México (AIIMPA) y con el diferencial de tasas de interés (en dólares) de instrumentos de ahorro sin riesgo, a tres meses de plazo, en ambos mercados (CETEUMX).

$$DIFIBVA = f(AIIMPA, CETEUMX)$$

Los resultados de la estimación de un modelo autorregresivo sin restricciones en esas variables, con datos del segundo trimestre de 1981 al cuarto de 1994, aparecen en la parte superior del

C U A D R O 1

MODELOS ESTIMADOS DEL DIFERENCIAL DE PRECIOS ACCIONARIOS EN MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS, DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 1981 AL CUARTO DE 1994

.....

#### I. Modelo sin restricciones<sup>1</sup>

$$DIFIBVA = 0.804 DIFIBVA_{-1} + 2.279 AIDLIMPA - 3.509 AIDLIMPA_{-1} + 1.303 AIDLIMPA_{-2} + 0.028 CETEUMX - 0.026 CETEUMX_{-1}$$

(9.3) (3.2) (-2.5)  
(1.7) (2.0) (-1.8)

Los números entre paréntesis abajo de los parámetros son los estadísticos t.

R<sup>2</sup> ajustada = 0.74

F (54 observaciones) = 31.3

Prueba White de heteroscedasticidad:

probabilidad de F = 0.25

Prueba Jarque-Bera de normalidad de residuos:

probabilidad de F = 0.49

Prueba Breusch-Godfrey de correlación serial de errores:

(2 rezagos), probabilidad de F = 0.29

#### II. Modelo reparametrizado<sup>1</sup>

$$DIFIBVA = 0.879 DIFIBVA_{-1} + 2.195 DAIDIMPA - 1.329 DAIDIMPA_{-1} + 0.029 DCETEUMX$$

(12.8) (3.2) (-1.9)  
(2.2)

Los números entre paréntesis abajo de los parámetros son los estadísticos t.

R<sup>2</sup> ajustada = 0.74

F (55 observaciones) = 52.9

Prueba White de heteroscedasticidad:

probabilidad de F = 0.12

Prueba Jarque-Bera de normalidad de residuos:

probabilidad de F = 0.55

Prueba Breusch-Godfrey de correlación serial de errores:

(2 rezagos), probabilidad de F = 0.40

El modelo pasó satisfactoriamente la prueba Qsum Q de estabilidad de los parámetros.

1. Significado de las variables: DIFIBVA = Diferencial de precios accionarios entre México y Estados Unidos. AIDLIMPA = Relación entre las reservas internacionales y las importaciones de México. CETEUMX = Relación entre el interés de Cetes a tres meses y el rendimiento en pesos de depósitos en eurodólares a igual plazo. DAIDIMPA = Incremento en AIDLIMPA. DCETEUMX = Incremento en CETEUMX.

.....

18. J.C.R. Dow, "Proceso financiero e incertidumbre, y consecuencias para el poder del banco central", en L. Bendesky *op. cit.*

19. S. Hauser, M. Marcus y U. Yaari, "Investing in Emerging Stock Markets: Is It Worthwhile Hedging Foreign Exchange Risk?", *Journal of Portfolio Management*, vol. 20, núm. 3, primavera de 1994, y V. Droysy, *op. cit.*

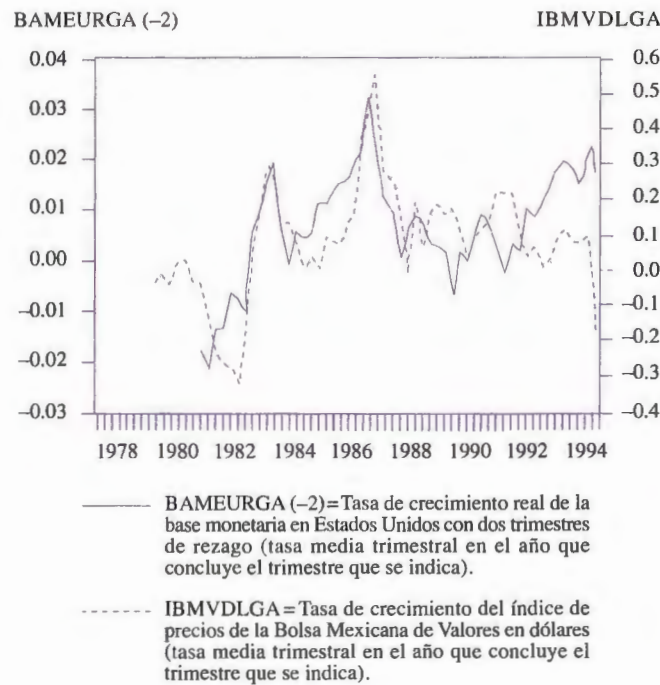
cuadro 1; los coeficientes obtenidos después de la reparametrización se encuentran en la parte inferior.

Conforme a lo esperado, el modelo estimado indica que el riesgo cambiario ha sido el principal determinante de los diferenciales de rendimientos observados entre los mercados accionarios de México y Estados Unidos de 1981 a 1994. La  $R^2$  ajustada es de 0.74 en la ecuación reparametrizada, la cual pasa satisfactoriamente las pruebas estadística y de diagnóstico (por ejemplo, normalidad e independencia serial de errores, heteroscedasticidad, forma funcional y estabilidad de los parámetros).

La ausencia de una constante significativa en los modelos estimados se interpreta como señal de que la integración entre ambos mercados es por demás completa.

G R Á F I C A 3

TASA DE CRECIMIENTO REAL DE LA BASE MONETARIA EN ESTADOS UNIDOS REZAGADA Y TASA DE CRECIMIENTO DEL ÍNDICE DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES EN DÓLARES

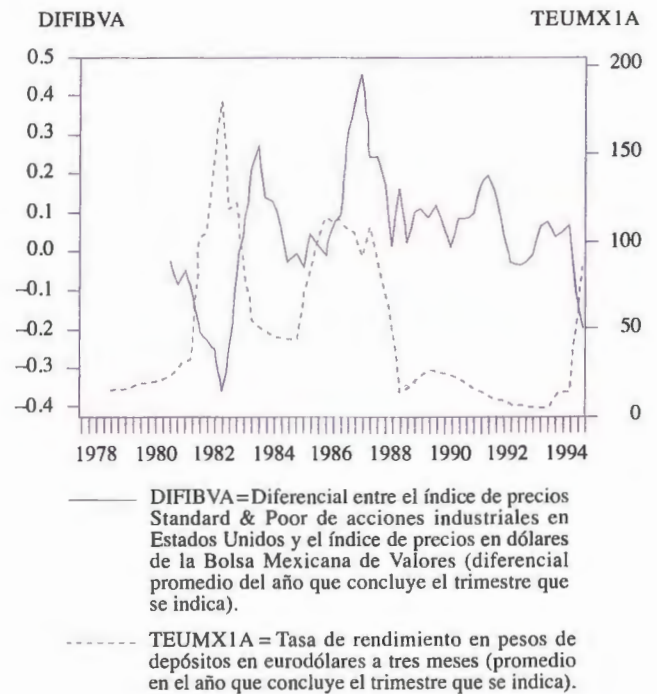


Un aumento de la relación media anual de reservas internacionales a importaciones (DAIDIMPA) o uno del diferencial de intereses pagados (en dólares) entre los Cetes a tres meses y los depósitos en eurodólares al mismo plazo, ejercen un efecto positivo en el mercado accionario mexicano y elevan su diferencial respecto al estadounidense. El signo negativo de la variable DAIDIMPA con rezago de un trimestre se explica como parte del proceso de ajuste parcial.

Conclusiones similares a las obtenidas en este modelo económico se pueden derivar de las gráficas 2, 3 y 4. En la gráfica 3 se advierte que el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (medido en dólares) replica las variaciones anuales de la base monetaria real de Estados Unidos con un rezago de dos trimestres. Esto indica que una política monetaria rígida en ese país, que hace subir sus tasas de interés, tenderá a reducir *ceteris paribus* el atractivo del mercado accionario mexicano; a la inversa, una política monetaria expansiva, que reduzca las tasas de interés en Estados Unidos, hará más atractivo al mercado mexicano.

G R Á F I C A 4

DIFERENCIAL DE PRECIOS ACCIONARIOS ENTRE MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS Y TASA DE RENDIMIENTO EN PESOS DE DEPÓSITOS EN EURODÓLARES A TRES MESES



La gráfica 4 muestra las tasas de interés pagadas por depósitos en eurodólares a tres meses y expresadas en pesos mexicanos (TEUMXA) y las vincula con el diferencial de rendimientos entre el mercado accionario mexicano y el de Estados Unidos. Se advierte que existe una relación inversa entre los rendimientos (traducidos a pesos) que pueden obtener los inversionistas mexicanos al depositar sus ahorros en el exterior y el crecimiento del índice de precios de acciones de México respecto a su contraparte estadounidense.

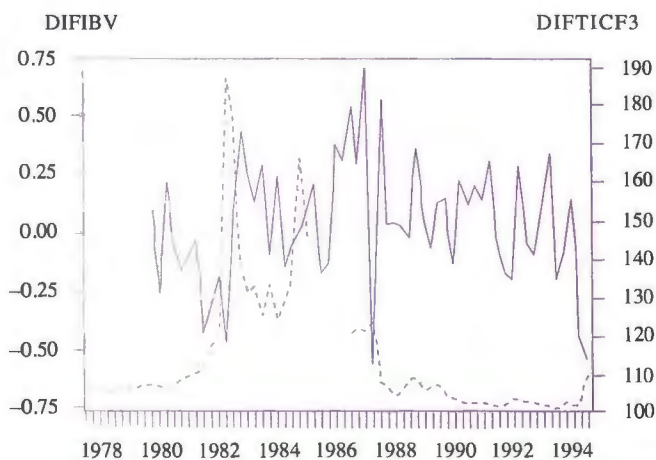
La gráfica 2, por su parte, muestra la relación directa entre

el diferencial de precios de acciones entre México y Estados Unidos, así como la relación de reservas internacionales a importaciones de México que se emplea como indicador de riesgo cambiario.

Otro indicador de riesgo cambiario cuyo uso es más extendido en otros países es el diferencial entre el tipo de cambio al contado y el tipo de cambio a futuros. En México se dispone de cotizaciones del tipo de cambio a futuros del peso en diferentes plazos de 1978 a 1985, período en el que operó este mercado en Nueva York. Además, se cuenta con los tipos de cambio a futuros implícitos en las coberturas cambiarias de corto plazo que se cotizan desde 1987. Al relacionar el diferencial entre el tipo de cambio a tres meses y el tipo de cambio al contado con el diferencial de rendimientos entre el mercado accionario mexicano y el estadounidense (véase la gráfica 5), se encuentra que entre ambos diferenciales hay una relación negativa, aunque menos notable que la observada en la relación de reservas internacionales a importaciones (véase la gráfica 2). La débil relación entre los mercados de cobertura cambiaria y los accionarios se puede explicar por la escasa ventaja que los inversionistas que participan en el mercado de capitales obtienen de la cobertura cambiaria cuando se anticipa una devaluación. Ello, como se señaló, obedece a que la depreciación monetaria hace caer las

G R Á F I C A 5

DIFERENCIAL DE PRECIOS ACCIONARIOS ENTRE MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS Y DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE CAMBIO AL CONTADO Y A TRES MESES DEL PESO

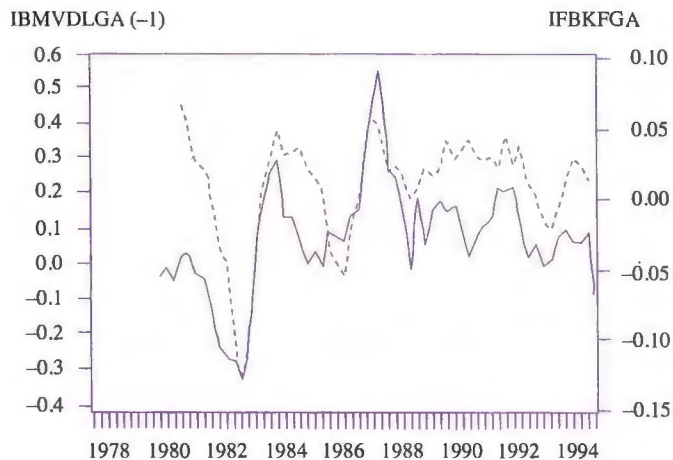


DIFIBV = Diferencial entre el índice de precios Standard & Poor de acciones industriales en Estados Unidos y el índice de precios en dólares de la Bolsa Mexicana de Valores.

DIFTICF3 = Diferencial entre el tipo de cambio al contado del peso y el tipo de cambio a tres meses.

G R Á F I C A 6

VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES EN DÓLARES REZAGADO Y CRECIMIENTO REAL DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA



IBMVDLGA (-1) = Tasa de crecimiento del índice de precios de la Bolsa Mexicana de Valores, en dólares, con rezago de un período (tasa media trimestral en el año que concluye el trimestre que se indica).

IFBKFGA = Tasa de crecimiento real de la inversión bruta fija (tasa media trimestral en el año que concluye el trimestre que se indica).

cotizaciones de las empresas en la moneda nacional y este riesgo sistémico escapa a la cobertura cambiaria.<sup>20</sup>

EL MERCADO ACCIONARIO Y LA INVERSIÓN REAL

La teoría keynesiana de la inversión sostiene que en una economía cerrada, cuando el precio de las empresas en el mercado financiero excede el costo de reposición de sus activos en el mercado real, la inversión productiva se incrementa.<sup>21</sup> En una economía abierta, un alza del precio de las empresas en el mercado financiero conduce a un aumento de la inversión real si no hay otro activo interno o externo que ofrezca mayores rendimientos y menores riesgos que la inversión productiva.

En los países en desarrollo, los saldos en moneda extranjera compiten a menudo favorablemente con la inversión productiva, ofreciendo mayores rendimientos con bajos riesgos. Por esta razón, cuando se analiza la influencia de las cotizaciones de las empresas en el mercado financiero en la inversión real, conviene

20. V. Dropsy, *op. cit.*

21. H.P. Minsky, *Can 'It' Happen Again: Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe Inc., Armonk, 1982, y J. Tobin, "Monetary Policies and the Economy: the Transmission Mechanism", *Southern Economic Journal*, vol. 44, núm. 3, enero de 1978.



*Por su magnitud, muchas veces superior al intercambio mundial de bienes y servicios, los movimientos internacionales de capital se han convertido en el principal factor determinante de los desequilibrios en balanza de pagos de los países en desarrollo. Esto ha obligado a los gobiernos a utilizar las tasas de interés internas como el instrumento más importante de sus programas de estabilización, dotándolas de flexibilidad para que se ajusten a las condiciones del mercado. Así, la desregulación de los mercados financieros y la liberalización de las tasas de interés se pueden ver como las dos caras de una misma moneda*

---

deflactar aquéllas con el tipo de cambio, en lugar de hacerlo con el índice de precios internos de los bienes de capital.

En México se observa una relación directa entre las variaciones del índice de precios y cotizaciones de las empresas en la Bolsa Mexicana de Valores (medidos en dólares) y las variaciones de la inversión real con un trimestre de rezago (véase la gráfica 6).

La vinculación entre los mercados accionarios y la inversión real hizo que el rápido crecimiento de los mercados emergentes de capital a fines de los ochenta y principios de los noventa se viera con optimismo, como un mecanismo eficaz para promover el desarrollo económico.<sup>22</sup>

No faltaron, sin embargo, quienes con buen tino advirtieron de los peligros de un desarrollo dependiente de la inflación de activos en el mercado financiero.<sup>23</sup> Entre sus argumentos destaca el riesgo de que los flujos externos de capital causaran una sobrevaluación del tipo de cambio, con efectos adversos en el crecimiento real al deprimir las exportaciones, elevar las importaciones y obligar a subir las tasas de interés internas. Se decía que el alza del rédito favorecería la inversión especulativa de alto rendimiento, pero también de alto riesgo, en detrimento de la

inversión productiva, lo que inevitablemente conduciría a la contracción del crecimiento económico y a una peligrosa fragilidad financiera.

Los flujos internacionales de capital especulativo buscan los mercados con tasas de crecimiento ascendentes, pues es conocido que mientras más tarde se entre en un mercado alcista, la ganancia que se puede obtener será menor.<sup>24</sup> Cuando la capitalización de un mercado muestra una tasa de crecimiento declinante, envía una señal a los inversionistas para retirarse. Si los indicadores fundamentales de la economía muestran un desequilibrio importante, las primeras señales del mercado bursátil pueden precipitar la crisis, como sucedió en México en 1994.

Durante la crisis, las fuertes salidas de capitales ocasionan una subvaluación de la moneda nacional, de manera similar a como antes produjeron su sobrevaluación. El efecto depresivo de la devaluación monetaria en las utilidades de las empresas—sobre todo por el aumento real de sus pasivos en moneda extranjera—acentúa la deflación de los títulos, con lo que se frena la inversión productiva. El alza de las tasas de interés internas, durante el período de turbulencia, agrava la situación financiera de las empresas y deprime aún más sus cotizaciones, en especial si no se controlan con rapidez las presiones inflacionarias provenientes de la devaluación y se generan expectativas de otra devaluación futura.

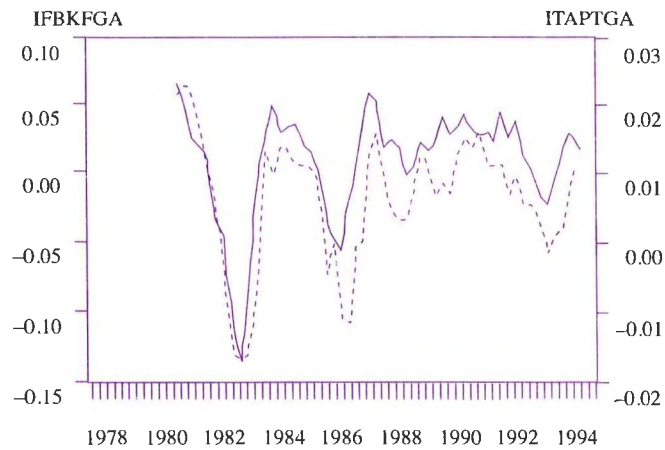
22. G. Galletly, "Emerging Stock Markets", *Economic Affairs*, noviembre de 1992, y M.G. Papaioannou y L.K. Duke, "Internationalization of Emerging Equity Markets", *Finance and Development*, septiembre de 1993.

23. C. Díaz-Alejandro, *op. cit.*; J.C.R. Dow, *op. cit.* y J. Gabel, *op. cit.*

24. R. House, *op. cit.*

G R Á F I C A 7

TASAS DE CRECIMIENTO REAL DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA REZAGADA Y DE LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA TOTAL



IFBKFGA=Tasa de crecimiento real de la inversión bruta fija (tasa media trimestral en el año que concluye el trimestre que se indica).

ITAPTGA=Tasa de crecimiento real de la actividad productiva total (tasa media trimestral en el año que concluye el trimestre que se indica).

### PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MEXICANA EN EL FUTURO INMEDIATO

En línea con lo que postula la teoría keynesiana, el comportamiento del mercado accionario en México anticipa el comportamiento de la inversión fija con cierto rezago, como se vio en la gráfica 6. La gráfica 7 muestra, por otra parte, la influencia decisiva de la inversión fija en el nivel de actividad productiva (véase la gráfica 7).

Si bien es cierto que en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) sólo se cotiza un número reducido de empresas y que ese mercado abastece una mínima porción del financiamiento a la planta productiva nacional, también lo es que, en su pequeño espacio, refleja las condiciones macroeconómicas que favorecen o desestimulan la inversión productiva. Dicho en otras palabras, el índice de precios y cotizaciones de la BMV se debe ver como un indicador económico que mide la rentabilidad de la inversión productiva frente a otras alternativas de inversión.

De septiembre de 1994 a marzo de 1995 el índice de precios y cotizaciones (en moneda nacional) de la BMV cayó de 2 750 a 1 700 puntos; expresada en dólares, la contracción fue de 70%. En el mismo período el tipo de cambio interbancario aumentó 100% y las tasas de interés a corto plazo (tres meses) internas pasaron de 14 a 71 por ciento. En ese lapso, evidentemente, las inversiones más rentables fueron los activos denominados en

moneda extranjera. Una parte significativa de los ahorradores mexicanos se percató de esta oportunidad y la economía en su conjunto experimentó fugas masivas de capitales al exterior y contracción de la actividad productiva.

La recuperación de la inversión productiva y del ingreso real habrán de manifestarse, primeramente, en un fortalecimiento del mercado accionario. Éste ha mostrado signos alentadores desde abril pasado, pero las fuerzas que lo impulsan se pueden predecir con facilidad. Por un lado, es seguro que la flexibilización de la política monetaria de Estados Unidos, ante la reducción de su crecimiento económico, favorecerá el mercado bursátil mexicano, pero también es previsible que persistan las presiones sobre el tipo de cambio, lo que desplazaría a los potenciales inversionistas hacia otros mercados emergentes.

En este trabajo se han considerado dos indicadores de la evolución futura del tipo de cambio: la relación de reservas internacionales a importaciones y el diferencial de tasas de interés (en dólares) entre México y Estados Unidos. En lo que sigue se analizan las perspectivas del mercado bursátil en términos de esas dos variables.

La relación de reservas internacionales a importaciones es probable que se mantenga a niveles bajos durante los próximos meses, pues las divisas disponibles mediante los apoyos financieros externos habrán de destinarse al pago de los vencimientos de las deudas externas de los sectores público y bancario, principalmente. Un vigoroso repunte de las exportaciones o una caída profunda de la actividad económica podrían elevar ese coeficiente; pero ello es poco creíble, ya que un aumento de la capacidad de México para allegarse divisas es más probable que reduzca la disposición de los organismos financieros internacionales y del gobierno de Estados Unidos a seguir proporcionándole apoyo financiero.

El diferencial de tasas de interés (en dólares) con Estados Unidos se ha considerado como un indicador de la disposición del Banco de México para sostener la paridad del peso, en oposición a una política monetaria más flexible, que mermaría las reservas internacionales y haría previsible un ajuste cambiario. Al respecto, el convenio de estabilización firmado por las autoridades hacendarias de México y sus homólogos estadounidenses descarta toda posibilidad de que se aplique una política monetaria expansiva. El tope máximo de 10 000 millones de pesos, impuesto a la expansión del crédito interno neto del Banco de México, obliga a éste a mantener tasas de interés competitivas, por lo que el riesgo cambiario dependerá de la confianza de los inversionistas mexicanos y extranjeros en la evolución favorable de la balanza de pagos.

En resumen, el comportamiento del mercado accionario, la inversión fija y el ingreso real en los próximos meses habrán de acusar el efecto positivo de una flexibilización de la política monetaria de Estados Unidos. Empero, resentirán las presiones del mercado cambiario que se derivan de un nivel excesivamente bajo de las reservas internacionales utilizables para la importación de bienes y servicios. Las posibilidades de crecimiento en el futuro inmediato estarán determinadas por la permanencia de los apoyos financieros externos para la estabilización del peso, el dinamismo de las exportaciones y el control de la inflación derivada del fuerte ajuste cambiario sufrido. (L)