

La inversión extranjera de cartera en México

JONATHAN HEATH C.*

De 1940 a 1980 la economía mexicana registró una expansión vigorosa y sostenida, con una tasa de crecimiento promedio anual ligeramente superior a 6%. Durante los primeros treinta años del período no hubo problemas mayores de financiamiento gracias a la importante renegociación de la deuda de 1942.¹ Por un tiempo se logró alcanzar la estabilidad de precios y un tipo de cambio fijo, sin problemas de valuación. Más tarde el modelo de desarrollo respectivo se agotó y se emprendieron grandes cambios estructurales en pos de uno nuevo.² Con los acontecimientos de fines de 1994 y el magro desempeño reciente en materia de crecimiento, sin embargo, surgieron muchas dudas sobre las posibilidades de restaurar la estabilidad económica, conseguir un crecimiento adecuado y generar la cantidad de empleos necesarios para elevar el bienestar social.

Uno de los problemas cruciales es cómo financiar el desarrollo. Desde luego, el ahorro interno tiene un papel muy importante y cualquier estrategia de política económica debe buscar fomentarlo decididamente.³ No obstante, el ahorro externo siempre ha sido y será fundamental como complemento en las aspiraciones de desarrollo. Uno de los errores del régimen pasado fue fomentar el ahorro externo a costa del interno. Es menester corregir tal situación, brindar estímulos fiscales y otro tipo de incentivos para que éste ocupe un lugar preponderante. Como

lo indica el actual Plan Nacional de Desarrollo,⁴ el ahorro externo debe ser un complemento y no un sustituto en el financiamiento económico.

No es posible mantener el ahorro externo como fuente principal de financiamiento, aunque ello no significa eliminarlo, desalentarlo o ignorarlo. Por principio de cuentas, las causas de cada crisis devaluatoria residen más en las insuficiencias de la política económica que en el papel directo de los flujos de capital del exterior. En segundo lugar, las experiencias de los últimos decenios parecen enseñar a los inversionistas nacionales que más vale tener cobertura en dólares durante el último año de cada sexenio y, por tanto, sobrevinieron las salidas de capital. Por último, no se han podido canalizar adecuadamente los flujos de capital foráneo y el resultado final ha sido su desaprovechamiento básico en detrimento de un desarrollo sostenido.

El ahorro externo puede ingresar en forma de inversión extranjera directa, endeudamiento directo o inversión en carteras. En el pasado se ha abusado de cada una de ellas. Durante la época colonial México sufrió un saqueo lacerante de su riqueza minera.⁵ Como país independiente, nació con problemas de deuda externa.⁶ De 1823 a 1946 ocurrieron siete suspensiones de pago, doce renegociaciones y dos repudios parciales del débito externo.⁷ En los tiempos de Porfirio Díaz⁸ se permitió una entrada desmedida

1. Jan Bazant, *Historia de la deuda exterior de México 1823-1946*, Centro de Estudios Históricos, Nueva Serie, núm. 3, El Colegio de México, 1968, pp. 215-222.

2. Jonathan Heath, "Mexico's Economic Transformation", *Forward with Mexico: Economic and Political Outlook*, Dirección de Inversión Extranjera, 1994.

3. Banco de México, *The Mexican Economy 1995*, junio de 1995, pp. 159-172.

4. Poder Ejecutivo Federal, *Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000*, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, México, mayo de 1995, p. 139.

5. Ángel Palerm, "Sobre la formación del sistema colonial: apuntes para una discusión", en Enrique Cárdenas (comp.), *Historia económica de México*, Lecturas del Trimestre Económico, núm. 64 (I), Fondo de Cultura Económica, México, 1989.

6. Jan Bazan, *op. cit.*, p. 5.

7. *Ibid.*, pp. 229-237.

8. Mark Wasserman, "La inversión extranjera en México, 1876-

* Consultor económico mexicano.

da de la inversión extranjera directa, sin reglas ni límites, lo cual terminó con la expropiación petrolera de 1938.⁹ Ya en el pasado inmediato, desde 1982 la deuda externa mexicana se ha renegotiado cinco veces,¹⁰ la más reciente cuando en 1995 se pactaron préstamos con la comunidad internacional para cubrir el vencimiento de Tesobonos.

En casi todos los casos hubo signos claros de sobreendeudamiento. Los analistas utilizan diversos indicadores de riesgo país, los cuales señalan cuándo una economía está endeudada de manera tal que su capacidad de pago resulta limitada.¹¹ En 1976, mucho antes de la devaluación de 1982, y sobre todo de los años de grave endeudamiento, dichos indicadores evidenciaron que la situación de México entrañaba un riesgo mayor.¹² En 1994, si los Tesobonos se hubieran considerado parte del débito externo, la estructura temporal de éste habría mostrado otra vez peligro. Por algo las agencias internacionales calificadoras de riesgo, como Standard & Poor's y Moody's, se rehusaron otorgar a México la calidad de "grado de inversión". Según ellos, el país era demasiado vulnerable a los cambios en sus flujos de capital por el factor de confianza.¹³

Lejos de reconocerse el problema y tratar de resolverlo, una y otra vez se ha buscado justificar la situación. ¿Cuántas veces en 1994 se repitió que el cuantioso déficit en la balanza comercial era sostenible? ¿Cuántas veces se negó que el peso estuviera sobrevaluado? En cada ocasión hubo un argumento justificatorio de la política vigente.

A fin de cuentas fue necesario devaluar, la crisis irrumpió de nuevo y se multiplicaron los señalamientos de cómo la inversión extranjera en cartera es muy volátil y especulativa. A ella se culpó de la devaluación. Si la tasa de interés externa sube ligeramente, se reconoció, los fondos respectivos salen del país y además éstos son muy sensibles a hechos políticos y delictivos como los ocurridos en 1994. No pocos analistas han exigido limitar la entrada de dichos capitales por sus efectos desfavorables en la economía, al tratarse de inversiones que no buscan contribuir al crecimiento económico, sino únicamente especular.

Sin menoscabo de las críticas a la inversión extranjera, empero, las debilidades y los errores detonantes de la crisis se encuentran más en la política económica que en los factores ex-

1910", en Enrique Cárdenas (comp.), *Historia económica de México*, Lecturas del Trimestre Económico, núm. 64 (III), Fondo de Cultura Económica, México, 1992.

9. Lorenzo Meyer, "El desarrollo de la industria petrolera en México", en Enrique Cárdenas (comp.), *Historia económica de México*, Lecturas del Trimestre Económico, núm. 64 (IV), Fondo de Cultura Económica, México, 1994.

10. Jonhatan Heath, "Mexico's Economic Transformation", *op. cit.*

11. Lawrence J. Brainard, "A New Valuation Framework", *Emerging Market Sovereign Debt*, col. Emerging Debt Markets Research, Goldman Sachs, octubre de 1991.

12. Jonhatan Heath, "Proyección básica: reaplicación vigorosa del PERE con menor financiamiento externo", en CIEMEX-Wharton, *Perspectivas económicas de México*, Wharton Econometric Forecasting Associates, Filadelfia, 1986, pp. 58-60 y 169.

13. Lacey Gallagher, "President Elect Zedillo Faces New Political Landscape", *Credit Week International*, Standard and Poor's, 5 de septiembre de 1994.

ternos. La difícil situación actual no fue algo inevitable, sino consecuencia directa de fallas de política cometidas durante 1994.¹⁴ Las reglas y los determinantes de la inversión externa de cartera son muy claras. Si se opta por utilizar esta fuente de financiamiento, se deben cumplir bien las reglas y no caer en abusos.

LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN

La inversión extranjera de cartera se divide entre el mercado de dinero y el mercado de valores. El primero responde al diferencial esperado entre las tasas de interés de México y Estados Unidos, la depreciación prevista del tipo de cambio, el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación riesgo país, el nivel promedio de diversificación de los fondos de inversión globales de renta fija y alguna variable de ingreso como el nivel de ahorro mundial o el tamaño de los fondos internacionales:

$$IEP_d = \int [(i - i^*)^e, FX^e, (PR - CR), \sigma, Y^*]$$

El segundo responde a la razón precio/utilidad esperada, la depreciación esperada del tipo de cambio, el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación riesgo país, el nivel promedio de diversificación de los fondos de inversión globales de renta variable y alguna variable de ingresos:

$$IEP_v = \int [PU^e, FX^e, (PR - CR), \sigma, Y^*]$$

Con las dos ecuaciones y los signos de los diferenciales parciales se tiene

$$IEP_T = \int [(i - i^*)^e, P\bar{U}^e, F\bar{X}^e, (PR - CR), \bar{\sigma}, \bar{Y}^*]$$

donde:

IEP_T = inversión extranjera de cartera total

IEP_d = inversión extranjera de cartera en el mercado de dinero

IEP_v = inversión extranjera de cartera en el mercado de valores

i^e = tasa de interés esperada

i^{*e} = tasa de interés extranjera esperada

PU^e = razón precio utilidad esperada

FX^e = tipo de cambio esperado

PR = premio al riesgo

CR = calificación riesgo país

σ = nivel de diversificación

Y^* = ingreso mundial

14. Jonathan Heath, *The Devaluation of the Mexican Peso in 1994*, Center for Strategic and International Studies, Washington, junio de 1995, y Jeffrey Sachs y Aaron Tornell, *Lessons from Mexico* (versión preliminar), Center for International Affairs, Harvard University.

EL DIFERENCIAL ESPERADO EN LAS TASAS DE INTERÉS

A diferencia de lo que suele pensarse, la inversión no es tan sensible a las variaciones en las tasas de interés. Parte de la explicación de la salida de capitales en 1994 fue el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, no totalmente compensada por incrementos en las tasas internas. Sin embargo, muchos de los capitales que arriban a México corresponden a los denominados *fondos dedicados*, cuyos recursos se invierten con ciertas características o reglas, como por ejemplo un fondo de mercado de dinero en países latinoamericanos; así, muestran poco cambio ante el diferencial de tasas, aunque a veces cambian de un instrumento a otro (por ejemplo, de Cetes a Tesobonos)

Otros fondos son de cobertura (*hedge funds*) y algunos de naturaleza global. Los fondos de cobertura son los más inestables y, por tanto, muestran variaciones muy grandes, aunque en número representan la minoría. Los fondos globales son menos volátiles que los de cobertura, pero obviamente más que los dedicados. Aun en estos casos muchos fondos globales determinan porcentajes específicos por país para su cartera, con base en el principio de diversificación.

Tales características se repiten en el caso de los fondos invertidos en el mercado de valores y donde el indicador de retorno resulta la relación precio/utilidad, en vez del diferencial de las tasas. En este tipo de inversión se utilizan mucho los instrumentos de futuros y opciones por medio de los *warrants*, aunque en México todavía no representan un monto importante. En el país los fondos dedicados son más importantes e incluso los inversionistas buscan colocarlos a plazos mayores.

EL TIPO DE CAMBIO ESPERADO

La siguiente variable que influye en la inversión de cartera es el tipo de cambio esperado. Sin duda resulta tan importante como la tasa de interés, ya que conjuntamente determinan el rendimiento esperado por el inversionista. Aquí se puede diferenciar el comportamiento de los inversionistas nacionales y el de los extranjeros. Cuando aumenta el tipo de cambio esperado, es decir, cuando crecen las probabilidades de una devaluación, los mexicanos responden rápidamente cambiando su capital a dólares. La experiencia de varias devaluaciones repentinas,¹⁵ la conversión forzosa de depósitos en dólares a pesos y el establecimiento del control de cambios¹⁶ parecen enseñar que primero hay que convertir a dólares y después preguntar. En cambio, los inversionistas foráneos aprovechan su amplia experiencia internacional para comparar el riesgo con otros países, momentos y circunstancias. Después, con frialdad, toman su decisión.

Existe evidencia de que durante la mayor parte de 1994 los inversionistas extranjeros confiaron en que las autoridades mexicanas respetarían las orientaciones en torno a la política cambiaria previstas en el Pacto para la Estabilidad, la Com-

petitividad y el Empleo. Numerosos escritos de analistas de instituciones financieras del exterior repetían los argumentos del gobierno mexicano.¹⁷ Los inversionistas mexicanos no pensaban igual, tal como lo evidenciaron sus acciones.

El mejor ejemplo de ese comportamiento disímil se pudo apreciar después del asesinato de Luis Donaldo Colosio. En los 30 días posteriores a esta tragedia las reservas internacionales disminuyeron casi 11 000 millones de dólares. La tenencia de valores gubernamentales en circulación pasó de 130 252.1 millones de nuevos pesos en marzo de 1994 a 108 957.3 millones en abril siguiente, lo que significó una caída de 21 294.8 millones en un mes (6 517.6 millones de dólares), es decir, una disminución relativa de 16.4%. Un análisis de esos movimientos por nacionalidad muestra que la tenencia por mexicanos se redujo 15 806 millones de nuevos pesos, mientras que la correspondiente a extranjeros bajó únicamente 5 488.6 millones de nuevos pesos, aun cuando 59.9% de la tenencia total en marzo estaba en manos foráneas.

Hubo una venta masiva de Cetes, tanto por extranjeros cuanto por nacionales. Los primeros disminuyeron su tenencia de esos certificados en 14 912.9 millones de nuevos pesos, mientras que la de los nacionales cayó en 17 621.8 millones. Sin embargo, la mayoría de los extranjeros vendió Cetes y compró Tesobonos; la tenencia de éstos aumentó 13 646.7 millones de nuevos pesos (4 263.3 millones de dólares), al considerar que el mayor riesgo radicaba en la posibilidad de una devaluación y que con los Tesobonos quedaban protegidos. Los registros también indican una venta masiva de Cetes en manos de mexicanos, pero sin una compra correlativa de Tesobonos, cuya tenencia por nacionales aumentó únicamente 6 273 millones de nuevos pesos. Se puede calcular que 74.2% de las salidas de capital en el mercado de dinero durante abril de 1994 fue obra de mexicanos.¹⁸

De mayo a agosto siguientes se registró cierta repatriación de ese capital, con un aumento en la tenencia de valores gubernamentales de 13 463.1 millones de nuevos pesos; empero, 90.7% fue por parte de extranjeros. Si se considera el flujo total de abril a agosto, la tenencia total descendió 7 831.7 millones de nuevos pesos, de los cuales los inversionistas mexicanos sacaron 14 547.5 millones y los extranjeros trajeron 6 715.8 millones de nuevos pesos. En otras palabras, el capital foráneo ayudó a financiar las salidas de capital de los mexicanos, en ausencia de una política monetaria más restrictiva.¹⁹ Los inversionistas extranjeros confiaron más en la habilidad del gobierno para manejar la crisis originada por el asesinato del candidato presidencial oficialista y simplemente se cubrieron del riesgo cambiario. A pesar de que las tasas de interés repuntaban en Estados Unidos, se acrecentó la participación del capital fo-

17. Véase por ejemplo Suhas L. Ketkar, *The Devaluation of the Mexican Peso in 1994*, Center for Strategic and International Studies, Washington, junio de 1995.

18. En sentido estricto ello no se puede concluir tan categóricamente, pues las ventas de valores gubernamentales por inversionistas mexicanos se pudieron haber destinado a la compra de activos físicos o algún otro instrumento financiero. No obstante, sí se brinda una idea de las magnitudes correspondiente.

19. Jonhatan Heath, *The Devaluation of the Mexican Peso...*, op. cit.

15. En 1976, 1982, 1985, 1987 y 1994.

16. En septiembre de 1982.



Como principio básico de las finanzas, el inversionista busca siempre diversificar su riesgo para minimizar las probabilidades de pérdidas. Si se examina la proporción del mercado internacional que México representaba a principios de los noventa, o incluso los países latinoamericanos en general, se aprecia que era casi nula

ráneo en México. En cambio los inversionistas nacionales reaccionaron más en forma especulativa, alimentando la mayor parte de las fugas de capital.

Cabe ahora examinar los movimientos acumulados de abril a noviembre de 1994. Los inversionistas extranjeros aumentaron su tenencia de valores gubernamentales en 69 millones de nuevos pesos, es decir, el resultado final fue que terminaron por sacar algo menos de lo que trajeron durante ese período y en noviembre mantuvieron casi el mismo saldo que en marzo. Más aún, su contribución total al país en los primeros once meses de 1994 fue positiva, con remesas por 8 280.6 millones de nuevos pesos, equivalentes a 2 400.3 millones de dólares (al tipo de cambio de 3.45 de noviembre). Con estos datos es difícil argumentar que la volatilidad de la inversión extranjera causó la devaluación de diciembre.

Por el contrario, de enero a abril de 1994 los inversionistas mexicanos disminuyeron su tenencia 17 450.7 millones de nuevos pesos. Su saldo final en los primeros once meses del año fue una reducción de 22 376.7 millones, equivalentes a 6 486.4 millones de dólares. Habida cuenta de que las reservas internacionales cayeron durante el mismo período en 12 066 millones de dólares, sin buscar mucho se encuentra la fuente de poco más de la mitad de dicho desplome: las salidas de capital de mexicanos vía la venta de valores gubernamentales.²⁰

El tipo de cambio esperado es una variable bajo el control de las autoridades. Si se mantiene un tipo de cambio fijo o de reglas predeterminadas, las salidas y entradas de capital se pueden regular por medio de la política monetaria.²¹ En abril de 1994

20. Cabe insistir en que ello es una aproximación, ya que no se puede probar que todas las ventas de valores gubernamentales fueron para adquirir dólares.

21. Francisco Gil Díaz, "Don Rodrigo Gómez, visionario de la economía", en *Rodrigo Gómez: vida y obra*, Banco de México y Fondo de Cultura Económica, 1991.

las autoridades monetarias aumentaron considerablemente la liquidez existente en la economía mediante una expansión del crédito interno neto del Banco de México, financiando en parte las salidas de capital, en vez de aplicar una política mucho más restrictiva. La política monetaria se convierte entonces en un instrumento para controlar el tipo de cambio, en lugar de su papel tradicional de procurar la estabilidad de precios. El tipo de cambio se utiliza como el instrumento de control de la inflación al convertirse en un ancla nominal de los precios.

En este marco el tipo de cambio esperado se puede mantener estable al costo de instrumentar una política monetaria restrictiva, mientras las reservas internacionales disminuyen. Tal situación se registró en 1993, cuando se aplicó una política restrictiva y la economía se estancó. También se puede observar en Argentina en forma automática, por su regla de convertibilidad.

Con un tipo de cambio flotante, los instrumentos y los objetivos cambian. El tipo de cambio se emplea para equilibrar la balanza comercial y, por ende, las reservas internacionales, mientras que la política monetaria se utiliza para abatir la inflación por medio del control de los agregados monetarios. En este caso el tipo de cambio esperado puede tener una variación mayor, pues sus niveles responden a la oferta y la demanda de divisas. Sin embargo, la mayoría de los países utiliza el régimen flotante con un control efectivo en la inflación y, al mismo tiempo, opera un mercado de futuros para divisas. Como resultado, las variaciones en el tipo de cambio son previsibles y se pueden compensar en las tasas de interés.

Así, en 1994 las autoridades mexicanas se encontraron ante un dilema difícil. Al ser un año de elecciones, por una parte, se necesitaba estimular la economía; no se podía permitir un alza importante en las tasas de interés, ya que afectaría negativamente la inversión y se complicaría aún más la situación precaria de los bancos ante una cartera vencida creciente. Ello entrañaba la necesidad de aplicar una política económica más o menos expansiva que estimulara el crecimiento, pero que no era la adecuada para

mantener la política cambiaria. Por otro lado, ante las salidas de capital a cargo de los inversionistas mexicanos, convenía aplicar una política restrictiva que disminuyera la liquidez y evitara mayores fugas de recursos financieros. Empero, tal política no era la conveniente para asegurar una buena victoria electoral y podía complicar la crisis bancaria. La historia muestra que las autoridades escogieron la primera opción: aumentaron el crédito interno neto del Banco de México, facilitando las salidas de capital, pero al costo de no poder mantener el tipo de cambio en la banda de ajuste prevista por mucho tiempo.

En suma, salvo en el caso de choques externos (que no fue el de México), el tipo de cambio esperado es una variable bajo el control de las autoridades. Una situación devaluatoria es resultado de errores en la política económica. El gobierno decidió no modificar su política cambiaria, aun cuando su margen de maniobra había disminuido considerablemente al permitir que las reservas internacionales financiaran el déficit en la balanza de pagos.

No se puede culpar al inversionista extranjero de retirar su dinero ante errores del gobierno. Fue hasta después de la devaluación que la mayoría de los inversionistas extranjeros decidió disminuir de manera importante sus posiciones en México. Ya entonces habían perdido la confianza en las autoridades. Para evitar tales salidas de capital, es menester evitar errores de política económica. Pero aun en este caso, el propio capital mexicano resultó mucho más especulativo y volátil.

LA DIVERSIFICACIÓN

Otro factor importante en la determinación de las inversiones extranjeras de cartera es el de la diversificación. Como principio básico de las finanzas, el inversionista busca siempre diversificar su riesgo para minimizar las probabilidades de pérdidas. Si se examina la proporción del mercado internacional que México representaba a principios de los noventa, o incluso los países latinoamericanos en general, se aprecia que era casi nula. En búsqueda de un mayor rendimiento, los fondos internacionales empezaron a localizar nuevos mercados.

El flujo de capital hacia ellos aumentó considerablemente durante varios años, aunque sin rebasar cierta proporción dictada por el principio de diversificación. En 1994, sin embargo, las inversiones alcanzaron cuantiosos montos que ya no podían incrementarse con facilidad sin violar dicho principio. Muchos fondos llegaron a su tope permitido y, por tanto, ya no aumentarían más su participación. Este hecho, por sí solo, no significaba un cambio en la confianza, sino simplemente que los inversionistas tenían ya su *stock* de inversión óptima en México.

No obstante, la balanza de pagos se debe financiar con un flujo constante, no con un *stock*. La inversión en cartera puede representar una fuente importante de financiamiento durante un período determinado en que los inversionistas lleguen a su nivel óptimo. De allí en adelante el aumento en las posiciones extranjeras se debe al crecimiento natural del ingreso mundial, pero nunca a las tasas que se registraron en 1991-1993. Fincar la posibilidad de financiar por un tiempo largo la cuenta corriente con ese tipo de capital representó, en consecuencia, un claro error.

EL FACTOR RIESGO

La última variable que influye en las decisiones de inversión de cartera es el diferencial entre el premio al riesgo y la calificación de riesgo país. El primero se puede incluir en la tasa de interés, la cual se incrementa ante una situación de mayor riesgo. Los inversionistas buscan diferentes combinaciones de rendimiento y riesgo en una cartera bien diversificada.

Más atención amerita la calificación de riesgo país. Si el inversionista considera que su rendimiento, integrado con el premio al riesgo, supera a la calificación de riesgo, pueden fluir mayores montos de capital. Éste fue el caso en 1991, 1992 y 1993, cuando ingresaron grandes sumas al país. Las agencias calificadoras Standard & Poor's y Moody's habían otorgado calificaciones especulativas a México. Sin embargo, muchas de las instituciones financieras extranjeras consideraban que merecía una calificación mejor y convencieron a muchos compradores de invertir en el país. Los argumentos de dichas agencias eran sólidos: señalaban que la estructura temporal de la deuda mexicana era de muy corto plazo, lo que resultaba peligroso; el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB era muy elevado, por lo cual no era sostenible en el tiempo, y que los flujos de capital todavía eran demasiado sensibles al factor confianza.

El entonces secretario de Hacienda y Crédito Público sostenía que una de las condiciones necesarias para el flujo de capital era la consistencia de la política macroeconómica.²² Mientras el gobierno no cometiera algún error serio ni diera virajes, la inversión extranjera en cartera permanecería en el país. Al final de cuentas tenía razón. Las inconsistencias en la política macroeconómica en 1994 propiciaron las salidas de capital de los mexicanos y más tarde la de los extranjeros, con lo que la devaluación se tornó inevitable.

CONCLUSIONES

Con base en el análisis de los determinantes de la inversión y los factores detrás de la devaluación de 1994, se arriba a las siguientes hipótesis a manera de conclusión:

- La inversión mexicana en cartera es más especulativa y volátil que la inversión extranjera correspondiente.
- Las salidas de capital de 1994 se originaron principalmente por las acciones de política económica y no por la naturaleza especulativa de la inversión extranjera.
- El tipo de cambio esperado es una variable dentro del control de las autoridades.
- Aunque la tasa de interés externa desempeña un papel primordial como determinante de la inversión, no es tan definitiva como se suele argüir.
- Antes de pretender regular el flujo financiero de corto plazo, se debe mejorar la política económica propia.
- La velocidad de entrada y salida de los capitales no es lo único que engendra condiciones potenciales de inestabilidad. ☉

22. Pedro Aspe Armella, *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1993.