

¿Qué importancia tienen los flujos norteamericanos de capital a México **WILLIAM P. OSTERBERG**

En noviembre de 1993, el Congreso de Estados Unidos votó para aprobar el Tratado Norteamericano de Libre Comercio (TLC) después de meses de álgidos debates sobre su posible impacto en la economía de la nación. Como resultado de la intensa atención sobre este tema, el público se ha beneficiado de una mayor apreciación de la creciente interdependencia de las economías mexicana y estadounidense. No obstante, tanto el debate público como el minucioso análisis del entorno económico posterior al TLC han subestimado la importancia de los flujos de capital de Estados Unidos a México.

Muchos observadores coinciden en que el déficit comercial mexicano con nuestro país implica que México pida préstamos. Desafortunadamente, las predicciones del contexto posterior al TLC suelen insistir en los efectos de la eliminación de barreras comerciales en el comercio, el empleo y el producto total, y parten del supuesto de que los préstamos necesarios se materializarán de algún modo. Pocos son los estudios que señalan que aunque los cambios en la balanza comercial puedan ser apoyados por flujos de capital y la respuesta política mexicana a esos flujos pueda alterar la balanza comercial y, en consecuencia, afectar el producto.

Este Comentario económico desglosa el papel de los flujos de capital procedentes de Estados Unidos a México en el periodo posterior al TLC. En primer lugar, comparo datos recientes sobre las exportaciones e importaciones bilaterales de bienes y servicios con datos sobre movimientos de capital. México es una excepción importante en la lista de países con los que nuestro país tiene un déficit comercial. En general, nosotros recibimos prestado de la mayor parte del resto del mundo. En segundo lugar, analizo pruebas respecto a la causalidad de los flujos de capital y las implicaciones que esto tiene en la economía mexicana. Una conclusión clave es que hay factores externos a México que tienen una importante influencia sobre los movimientos de capital. Por último, analizo algunas de las posibles respuestas políticas mexicanas a los flujos de capital y cómo pueden afectar a los flujos comerciales entre ambos países. una decisión clave del banco central de México implica el uso de una intervención parcialmente esterilizada para responder a giros en los flujos de capital provocados por desarrollos externos.¹ Parece que las predicciones de los flujos comerciales posteriores al TLC entre México y Estados Unidos podrían enmarañarse mediante una combinación de desarrollos en los mercados internacionales de capital y decisiones políticas mexicanas.

Explicación de los recientes flujos comerciales Estados Unidos-México

La mayoría de los análisis del comercio Estados Unidos-México se ha centrado en el comercio de mercancías (como productos y maquinaria agrícolas), que es sin duda mucho más importante para México que para nuestro país. Desde enero de 1993, Estados Unidos ha gozado de excedentes en el comercio de mercancías de un promedio de 232 millones de dólares al año (véase figura 1).² Aunque México es una

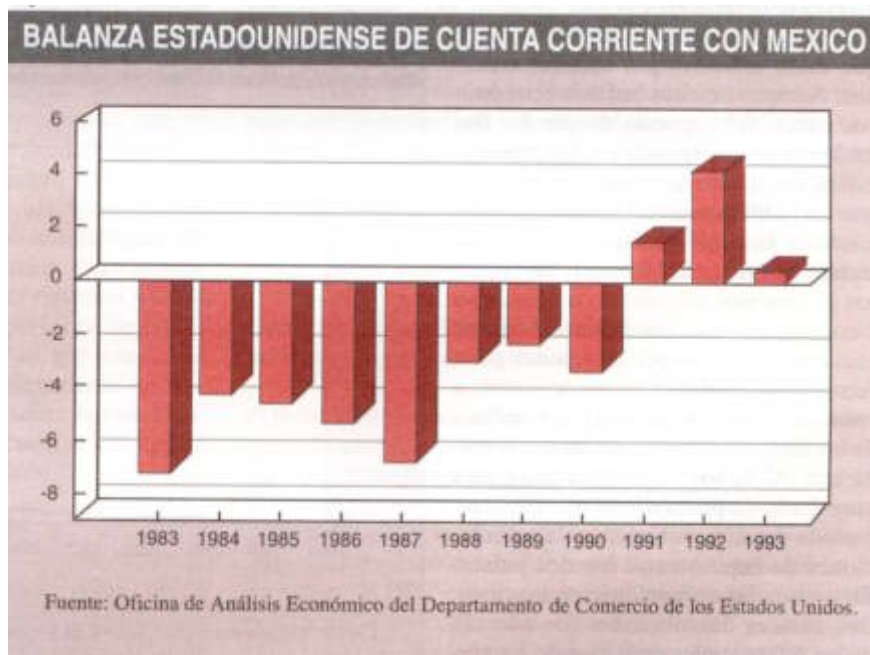
excepción sorprendentemente amplia a la lista de países con los que tenemos un déficit de comercio de mercancías, las exportaciones a México representaban sólo el 6 por ciento del total de las exportaciones norteamericanas en 1993 y sumaban sólo el 1 por ciento del producto nacional bruto (PNB) de Estados Unidos.³ La dependencia comercial de México con nosotros es mucho mayor: los envíos a Estados Unidos eran el 78 por ciento del total de sus exportaciones y el 10 por ciento de su PNB, en tanto que las importaciones procedentes de Estados Unidos eran el 69 por ciento del total de sus importaciones.⁴

Comercio estadounidense de mercancías con México



Un hecho menos reconocido es que los flujos de capital procedentes de Estados Unidos a México son significativos. Los flujos netos de capital están más estrechamente relacionados con la balanza de cuenta corriente (BCC, como se muestra en la figura 2) entre los dos países que con la balanza comercial de mercancías. La BCC es una medida más comprehensiva del comercio, aunque se dispone de ella con menos frecuencia.⁵ La BCC de Estados Unidos con México se volvió positiva en 1991, aumentó a cinco mil millones de dólares en 1992, y después cayó abruptamente en 1993. Lo mismo que con la balanza comercial de mercancías, el excedente de la BCC México-Estados Unidos figura en contraste con el déficit general de la BCC de Estados Unidos.

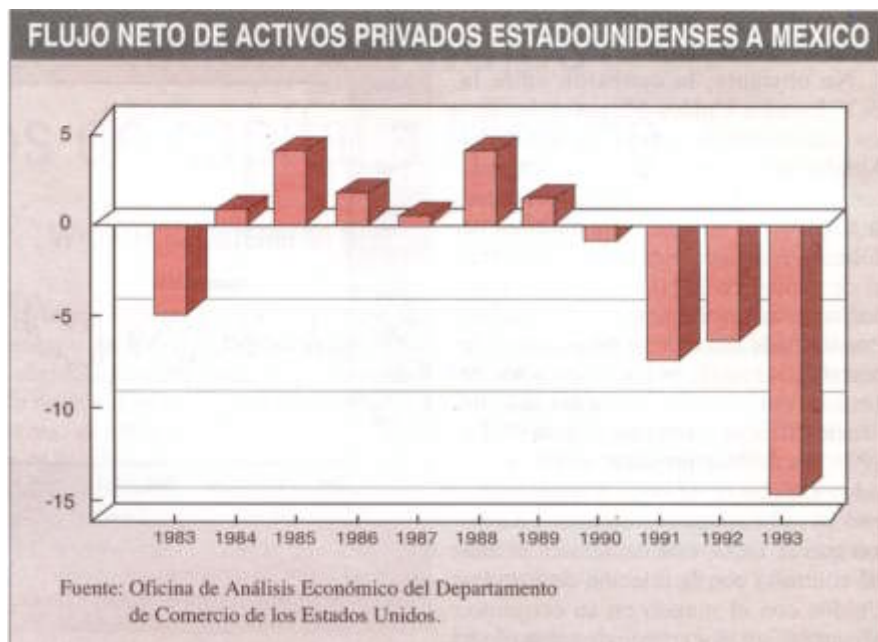
Balanza estadounidense de cuenta corriente con México



No obstante, la conexión entre la BCC Estados Unidos-México y los flujos bilaterales de capital es indirecta. Aunque el déficit de la BCC mexicana con Estados Unidos se debe asociar con la adquisición de cinco mil millones de dólares de activos mexicanos (un influjo de capital en México), Estados Unidos no es necesariamente el adquirente. Pruebas más directas se muestran en la contabilidad anual de los flujos netos de activos privados procedentes de Estados Unidos a México (figura 3). En 1993, los activos privados netos de Estados Unidos en México aumentaron a casi 14 mil millones de dólares. Lo mismo que la BCC, esta estadística bilateral contrasta con la relación de Estados Unidos con el mundo en su conjunto. Mientras que el capital se desplaza de Estados Unidos a México, se desplaza del mundo en su conjunto a Estados Unidos.

Por tanto, los flujos estadounidenses de capital a México no están directamente relacionados con el hecho de que Estados Unidos tenga un excedente en la BCC con México. No obstante, aun si nos fijamos en el déficit de la BCC de México y de las cuentas de capital con todo el mundo, no podemos llegar a la conclusión de que los flujos de capital están provocados por la BCC.

Flujo neto de activos privados estadounidenses a México



Es igualmente probable que la BCC -y por tanto los flujos comerciales estén provocados por los flujos de capital. Como resultado, los desarrollos externos a México, como los cambios en los mercados internacionales de capital, pueden afectar inicialmente a los flujos de capital y obligar a un ajuste en la cuenta corriente. De hecho, la experiencia de los últimos años confirma que los flujos de capital no responden simplemente a la BCC (véase figura 4). El volumen mensual de adquisiciones brutas de obligaciones a largo plazo entre Estados Unidos y México ha crecido mucho más abruptamente que el volumen del comercio.⁶

El salto en volumen en 1990 se atribuye en buena medida a un clima mejor de inversión a consecuencia de la liberalización financiera y de las políticas de ingreso puestas en vigor en 1988, así como de la puesta en práctica en 1990 del Plan Brady para la deuda bancaria externa de México⁷. Los cambios de política reales y anunciados llevaron sin duda a los mercados financieros a anticipar cambios en los flujos mercantiles, pero esto no implica automáticamente que los flujos comerciales tuvieran que cambiar antes de que el capital fluyera a México. Una comparación de las figuras 2 y 4 muestra que aunque la oscilación reciente de la BCC de Estados Unidos con México hacia un excedente haya estado acompañada por grandes volúmenes de flujos brutos de capital, el déficit previo en la BCC de magnitud comparable no siguió este patrón.

Adquisiciones y ventas mexicanas de valores a largo plazo



Hay alguna razón para creer que los flujos de capital pueden desempeñar un papel independiente y significativo en el movimiento eventual de la cuenta corriente más que viceversa.⁸ Una razón es que los desarrollos a nivel mundial en los mercados de capital puedan haber cambiado, o bien la magnitud de los flujos de capital esperados, o bien la sensibilidad de esos flujos a cambios en las tasas de interés. Un estudio de investigación descubre que los flujos internacionales de capital han crecido más rápido que la actividad doméstica del mercado financiero o que el valor del mercado mundial.⁹ Algunas de las explicaciones para esta conclusión incluyen telecomunicaciones menos caras y procesamiento de datos, la necesidad de financiar déficits mayores fiscales y de cuenta corriente, un deseo de protegerse contra una volatilidad superior de los precios de activos, y la emisión de valores. América Latina fue un importante destino de los flujos de capital a principios de los años noventa. Los flujos anuales de capital a América Latina procedentes de todos los países fueron de un promedio de ocho mil millones de dólares a finales de los años ochenta, pero crecieron a 24 mil millones de dólares en 1990, a 40 mil millones de dólares en 1991, y a 53 mil millones de dólares en 1992.¹⁰

Los flujos de capital también parece que están influidos por factores externos. Aunque muchos análisis económicos parten del supuesto de que los flujos de capital responden a los diferenciales en la tasa de interés (de modo que las políticas conducentes a mayores tasas de interés mexicanas deberían atraer capital hacia México), hay pruebas de que este mecanismo no funciona bien para explicar los flujos de capital hacia adentro o hacia afuera del país. Aunque las tasas mexicanas de interés a corto plazo han estado muy por encima de las tasas estadounidenses desde por lo menos 1988, los diferenciales se han estrechado en promedio desde 1990, un periodo de altos volúmenes de transacciones de capital entre los dos países. En un estudio econométrico minucioso, tres autores descubrieron que además de las diferenciales en

la tasa de interés, había algunos factores externos que funcionaban en la atracción de capital a Latinoamérica: la recesión de Estados Unidos, la caída de las tasas de interés estadounidenses y una aguda oscilación en la cuenta estadounidense de capital privado.¹¹

Afluencia de capital y reservas de divisas

El papel del banco central ha sido ignorado en buena medida en las discusiones sobre afluencia de capital. Las decisiones del banco central sobre flujos de capital afectan a la cuenta oficial de reservas, que mide la adquisición neta del banco central de activos oficiales versus la de otros bancos centrales. La afluencia de capital a México no se traduce necesariamente por lo tanto en mayores déficits de la BCC, puesto que el Banco de México puede optar por absorber parte del flujo hacia adentro en sus reservas, determinando qué cantidad del influjo de capital se permite que afecte a exportaciones e importaciones. Si el banco central interviene y compra toda la moneda extranjera que entra en el país, entonces las reservas de divisas del banco central suben (la cuenta de reservas oficiales cambia) y la cuenta corriente no queda afectada. Ahora bien, si el banco central opta por no intervenir, entonces el influjo de capital se refleja en las exportaciones e importaciones y la cuenta corriente se desplaza hacia un déficit.

Este último escenario está sometido a dos interpretaciones diferentes. Supongamos que un analista nota que México importa más de lo que exporta (un déficit de cuenta corriente) y que está recibiendo prestado del extranjero. Se podría llegar a la conclusión de que México está siendo obligado a recibir prestado para financiar su "exceso" de gasto. Por otra parte, se podría contemplar las importaciones como resultado del flujo de capital hacia adentro del país. Por ejemplo, supongamos que la comunidad de inversión internacional se ha vuelto optimista sobre la lucratividad futura de un recurso mexicano en particular y entra mucho dinero en México. La realización del proyecto es probable que requiera la importación de equipo y otros bienes de capital y por lo tanto un movimiento de la cuenta mexicana de capital hacia el déficit.

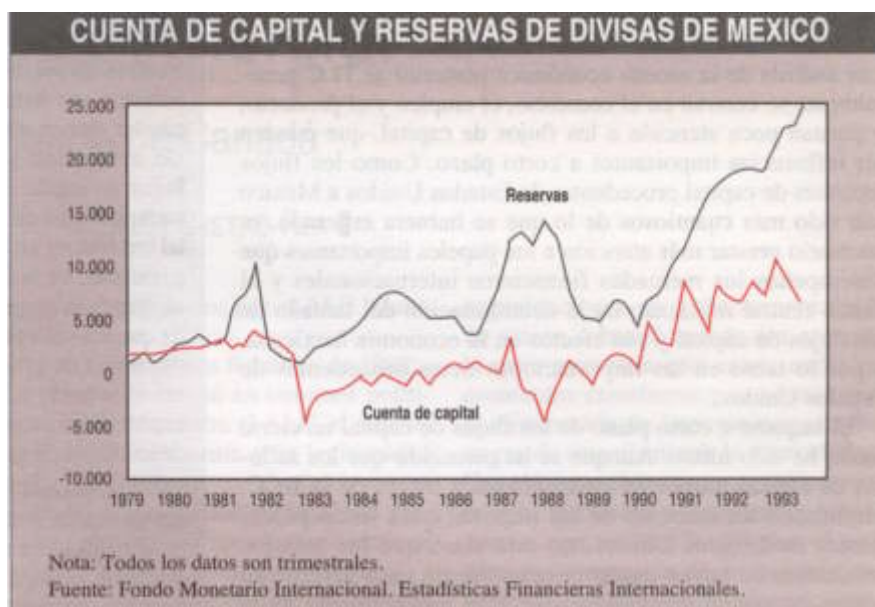
Interviniendo para adquirir parte de las divisas que fluyen al país, el Banco de México impide que los influjos de capital se reflejen plenamente en la cuenta corriente y por lo tanto reduce el gasto en importaciones procedentes de Estados Unidos. Una vez ha intervenido, el banco central enfrenta otra decisión. A1 comprar los dólares que fluyen al país, el Banco de México aumenta la oferta de dinero (de pesos) y eventualmente alimenta la inflación. Podría esterilizar el aumento en la oferta de dinero vendiendo obligaciones del gobierno para quitar los pesos de la circulación. Pero aunque el impacto inflacionario de más dinero sería entonces neutralizado, resultarían tasas de interés superiores de haber aumentado los préstamos recibidos por el gobierno. Las decisiones del banco central sobre la intervención en respuesta a los influjos de capital y después sobre la esterilización de esa intervención afectan en consecuencia a la cuenta corriente, a la inflación y a las tasas de interés.

¿Cómo se han usado los flujos de capital?

Tal vez no importe mucho que los analistas hayan sido ignorar los flujos de capital, dependiendo de cómo se han usado esos flujos. Idealmente, en el caso de una economía tan dependiente del comercio internacional como es el de México, los flujos de capital serían canalizados en buena medida a inversiones para fomentar la productividad y para bajar los precios a las exportaciones, mejorando así la BCC, el producto económico nacional y el empleo. Pero hay sólo pruebas mixtas de que esto ha ocurrido. Aunque el volumen de importaciones de bienes de capital aumentó firmemente desde mucho antes de la oleada de flujos de capital, no ha habido un aumento claro en la participación de las importaciones explicadas por bienes de capital. Los flujos de capital tampoco han conducido aparentemente a un aumento en los gastos domésticos en bienes de capital porque la participación de la formación de capital bruto fijo en PNB no ha subido apreciablemente desde antes de la oleada en 1990 en flujos de capital.¹² Por lo tanto, hay sólo pruebas endebles de que los influjos de capital han sido utilizados principalmente para invertir en el fomento de la productividad.

El Banco de México ha desempeñado un papel activo en respuesta a los influjos de capital, como se muestra en la figura 5. La cuenta de capital mexicano ha tendido hacia arriba desde 1990 y se ha asociado con niveles récord de reservas de divisas. Esto indica que el banco central ha intervenido mucho para impedir que los influjos de capital se reflejen plenamente en un deterioro de la cuenta corriente.

Cuenta de capital y reservas de divisas de México



Cómo los flujos de capital hacia afuera podrían alterar la economía posterior al TLC

A pesar de todos los esfuerzos de reforma en México, aún es posible que las tasas de interés superiores de Estados Unidos, combinadas con una mayor sensibilidad de los flujos de capital a cambios en las tasas de interés, pudieran conducir a flujos hacia afuera de capital desde México. Sin ninguna intervención del banco central, esto conduciría a una mejora en la BCC mexicana, lo cual implica menos importaciones netas procedentes de Estados Unidos y un impacto negativo en el empleo en Estados Unidos. Pero en esta situación, el Banco de México podría sentirse obligado a intervenir para impedir que la venta de activos mexicanos deprimiera indebidamente el valor del peso. Se haría uso de las reservas de divisas para comprar pesos, provocando una contracción de la oferta de dinero mexicano, una vez más con impactos negativos en la economía mexicana y por lo tanto en las importaciones netas procedentes de Estados Unidos. Si el Banco de México esteriliza completamente su intervención en los mercados de cambio comprando obligaciones mexicanas, la oferta de dinero no caería, pero las tasas de las obligaciones descenderían, exacerbando potencialmente el flujo hacia afuera y haciendo incluso más inevitable que descendieran las importaciones netas de México procedentes de Estados Unidos.

Conclusión

Los análisis de la escena económica posterior al TLC generalmente se centran en el comercio, el empleo y el producto, y prestan poca atención a los flujos de capital, que pueden ser influencias importantes a corto plazo. Como los flujos recientes de capital procedentes de Estados Unidos a México han sido más cuantiosos de lo que se hubiera esperado, es necesario prestar más atención a los papeles importantes que desempeñan los mercados financieros internacionales y el banco central mexicano en la determinación del tamaño de los flujos de capital y sus efectos en la economía mexicana, y por lo tanto en las importaciones netas procedentes de Estados Unidos.

El impacto a corto plazo de los flujos de capital en cierto modo ha sido mixto. Aunque se ha permitido que los inlfujos de capital alimenten parcialmente a través de la BCC, implicando un aumento de las importaciones netas procedentes de Estados Unidos, no está claro que los inlfujos resultantes se hayan usado principalmente para invertir en bienes de capital que conducirían a un mejoramiento de la productividad mexicana. Las reservas de divisas del banco central mexicano están a niveles altos a consecuencia de la intervención en respuesta a los inlfujos de capital. No obstante, siempre es posible que las tasas de interés superiores en Estados Unidos, combinadas con una mayor sensibilidad de los flujos de capital a los cambios en las tasas de interés, condujeran a un flujo de capital hacia afuera desde México. En ese caso, las importaciones netas mexicanas procedentes de Estados Unidos disminuirían a través de mecanismos rara vez considerados explícitamente en la discusión del TLC y sus secuelas.

Traducción: Este País

¹ La intervención parcialmente esterilizada se refiere a las transacciones del banco central en monedas extranjeras cuyo impacto repercute parcialmente en la oferta de dinero.

² Esta cifra se mide según una base de valor aduanal (el valor de las importaciones excluidos los costos de envío) y es equivalente a dos mil 780 millones de dólares por año. Según una base de costo, seguro y flete, el excedente es de 164 millones de dólares por mes, o mil 960 millones de dólares por año.

³ La proporción de exportaciones estadounidenses a México como porcentaje del total de las exportaciones de Estados Unidos se calcula utilizando la Dirección de Estadísticas Comerciales correspondientes a 1993 del Fondo Monetario internacional (FMI): las exportaciones de Estados Unidos como porcentaje del PNB estadounidense se calculan a partir de Estadísticas Financieras Internacionales (EFI) del FMI. El producto de las dos proporciones arroja un cálculo de la proporción entre las exportaciones e'stadunidenses a México y el PNB de Estados Unidos.

⁴ Véase nota 3. Las fuentes y el método para calcular la proporción entre exportaciones mexicanas a Estados Unidos y el PNB mexicano son los mismos que para el cálculo de la proporción entre exportaciones de Estados Unidos a México y el PNB estadounidense. Pero desafortunadamente, los datos más recientes del EFI que se pueden usar para calcular la proporción entre exportaciones mexicanas y el PNB de México son los correspondientes a 1992.

⁵ La BCC mide el comercio en bienes y servicios, tomando en cuenta todas las transferencias unilaterales, incluidas las remesas privadas de dinero y las transferencias gubernamentales. Por lo tanto, incluye todas las entradas que no sean transacciones de activos.

⁶ Los datos mensuales del Departamento del Tesoro de Estados Unidos son probablemente de los que con más frecuencia se dispone para flujos de capital. Estos datos son archivados por bancos comerciales y otras instituciones financieras, tanto estadounidenses como extranjeras. Se trata de datos en bruto y se refieren a la misma obligación que posiblemente esté implicada en más de una transacción y por lo tanto, posiblemente contada más de una vez. Estos datos no corresponden al movimiento neto de fondos que implica la BCC. Las principales exclusiones de los datos del Tesoro son las transacciones de capital ínter empresa entre Estados Unidos y oficinas extranjeras de la misma compañía y transacciones de capital del gobierno de Estados Unidos.

⁷ Por ejemplo véase OECD Ecrrnmmic Surrey.s: Mexirn /99//1992, París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 1992, pp. 26-36.

⁸ Aunque muchos de los estudios del TLC no predicen flujos de capital, implícitamente parten del supuesto de que los flujos de capital son suficientes para que los ahorros equivalgan a las inversión.

⁹ Véase Morris Goldstein y Michael Mussa, *The Integration of World Capital Markets*, FMI, ponencia preparada para la conferencia sobre Cambio de mercados de capital: Implicaciones para la política monetaria, patrocinada por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, agosto 1993, p. 39.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Véase Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman y Carmen M. Reinhart, *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America*, documentos del personal del FMI, vol. 40, N° 1 (marzo 1993), pp. 108-151. En la práctica, puede haber una serie de obstáculos, como regulaciones o impuestos, que impiden que los inversores muevan fondos para aprovechar las diferencias de las tasas de interés.

¹² Los datos del EFI muestran que en el caso de México, esta proporción subió de un promedio de 0.186 en 1987-1989 a sólo 0.195 en 1990-1992. Por otra parte, en el caso de Chile, país con el que se suele comparar el esfuerzo de reforma de México, la proporción subió de 0.210 a 0.233 a lo largo de los dos mismos periodos. A modo de contraste, el Banco de México informa que la proporción de inversión privada con el PNB subió de 0.167 a 0.198. Véase *The Mexican Economy*, v 1994, Ciudad de México, Banco de México, 1994, p. 214.

El autor, economista en el Banco de la Reserva Federal de Cleveland, agradece su excelente asistencia en investigación a Rebecca Wetmore Humes. Los puntos de vista que se exponen en este artículo son los del autor y no necesariamente los del Banco de la Reserva Federal de Cleveland ni los del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Aparecido en Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, diciembre 1, 1994.