

00462

2
2ej



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE CIENCIAS POLITICAS Y SOCIALES
DIVISION DE ESTUDIOS DE POSGRADO

**LAS CRISIS DEL ESTADO MEXICANO:
LAS CRISIS DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:

MAESTRO EN CIENCIA POLITICA

P R E S E N T A :

AGNER ADOLFO GUERRERO SANDOVAL



CIUDAD UNIVERSITARIA

1999.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

8/28/18



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

**A mi madre,
que al amarnos en silencio
cedió su palabra
para que nunca calláramos.**

**A Mónica,
que lo inspiró y apoyó
con la pasión del amor,
de las ideas y esfuerzos
intensamente compartidos.**

Agradezco la participación de los siguientes profesores, quienes se interesaron por este trabajo y lo leyeron con atención: Guadalupe Mántey de Anguiano, Alejandra Salas Porras, Raúl Conde Hernández y Eduardo Ruiz Contardo. En especial, al profesor Carlos Gallegos Elías, quien fungió como asesor de la tesis.

Igualmente mi agradecimiento al profesor Julio López Gallardo, por haberme presentado el original y profundo pensamiento crítico de Michal Kalecki, su maestro, de quien se cumple en este año el centenario de su natalicio.

C O N T E N I D O

-	<i>INTRODUCCIÓN</i>	1
1.	<i>EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL.</i>	13
2.	<i>EL ENDEUDAMIENTO INTERNACIONAL.</i>	51
3.	<i>ANÁLISIS TEÓRICO DEL ENDEUDAMIENTO.</i>	79
4.	<i>LA FORMACIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA EN MÉXICO (1823-1970).</i>	121
5.	<i>EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y LA CRISIS DE LA DEUDA (1970-1982).</i>	143
6.	<i>LOS PROGRAMAS DE AJUSTE Y LA FRAGILIDAD FINANCIERA (1982-1994).</i>	167
7.	<i>LA CRISIS FINANCIERA DEL ESTADO (1994-1995).</i>	203
-	<i>CONCLUSIONES.</i>	221
-	<i>ANEXO ESTADÍSTICO.</i>	227
-	<i>BIBLIOGRAFÍA.</i>	245

INDICE DE CUADROS

• <i>VOLUMEN DEL MERCADO DE EURODIVISAS</i>	43
• <i>RELACIÓN ENTRE LA LIQUIDEZ INTERNACIONAL Y EL COMERCIO MUNDIAL DE 1960 A 1988</i>	44
• <i>TASAS DE INFLACIÓN EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS MÁS IMPORTANTES, 1976-1985</i>	47
• <i>TASAS DE DESEMPLEO EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS MÁS IMPORTANTES, 1979-1984</i>	48
• <i>SUPERÁVIT PETROLERO Y CREACIÓN DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL DE 1970 A 1978</i>	53
• <i>INGRESOS ESTIMADOS DE LA OPEP EN 1974 Y DESTINO DE LOS MISMOS</i>	55
• <i>BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO, DE OTROS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO Y DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, 1973-1981</i>	56
• <i>COMPARATIVO INFLACIÓN MUNDIAL Y TASA DE INTERÉS. PROMEDIO ANUAL: 1971-1979</i>	57
• <i>TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES 1973-1992</i>	59
• <i>PAGOS DEL SERVICIO DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO, 1977-1985</i>	61
• <i>TRANSFERENCIA DE RECURSOS A LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO ENDEUDADOS, 1980-1989</i>	61
• <i>DEUDA DE LOS PAÍSES MENOS DESARROLLADOS</i>	62
• <i>LAS DEUDAS LATINOAMERICANAS</i>	62
• <i>VALOR DE LA DEUDA DE PAÍSES EN DESARROLLO EN EL MERCADO: 1985-1989</i>	66
• <i>PROPORCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA EN EL PIB AMÉRICA LATINA Y 17 PAÍSES MUY ENDEUDADOS</i>	67
• <i>TRANSFERENCIA DE INTERESES E INVERSIÓN EN AMÉRICA LATINA: 1970-1988</i>	67
• <i>EXPOSICIÓN DE LOS BANCOS ESTADOUNIDENSES EN CUANTO A LA DEUDA DE AMÉRICA LATINA: 1985 Y 1988</i>	70
• <i>RESUMEN DE LA DEUDA EXTERIOR TOTAL 1875</i>	124
• <i>ÍNDICES DE LA DEUDA EXTERIOR: 1827-1875</i>	125
• <i>ÍNDICES DE LA DEUDA EXTERIOR: 1886-1911</i>	129
• <i>RESUMEN DE LA DEUDA PÚBLICA DE MÉXICO: 1886-1911</i>	129
• <i>ÍNDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA: 1911-1932</i>	131
• <i>ÍNDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA: 1933-1942</i>	134
• <i>CONVENIO DE 1946</i>	135
• <i>ÍNDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA: 1947-1964</i>	137
• <i>DEUDA PÚBLICA CONTRATADA CON ACREEDORES PÚBLICOS Y PRIVADOS. PROPORCIÓN 1965-1970</i>	139

• CRECIMIENTO Y EVOLUCIÓN DE LAS ACTIVIDADES DEL FMI Y DEL BIRF EN MÉXICO: 1947-1970	140
• FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT COMERCIAL INDUSTRIAL 1961-1975	144
• ENDEUDAMIENTO EXTERNO 1961-1975	146
• BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1970-1976	154
• TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCCIÓN POR SECTORES: 1978-1981	156
• CRECIMIENTO DE EXPORTACIONES PETROLERAS E IMPORTACIONES MANUFACTURERAS: 1980-1982	159
• BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1976-1982	166
• PERFIL DE PAGOS DE CAPITAL DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA ANTES Y DESPUÉS DE LA RESTRUCTURACION 1985-1990	169
• FUENTES DEL PAQUETE FINANCIERO 1986-87	173
• BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1982-1988	176
• DESAPROVECHAMIENTO DE LOS RECURSOS PRODUCTIVOS 1981-1990	179
• RESULTADOS DE LAS DOS SUBASTAS DEL PROGRAMA DE SWAPS	186
• BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1988-1994	188
• RESERVAS INTERNACIONALES: 1994	190
• INVERSIÓN EXTRANJERA: 1993-1994	191
• FIANZAS PARA LA GARANTIA DE LA DEUDA	197
• EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS DE LOS VALORES: 1992-1994	208
• METAS MACROECONÓMICAS 1995	214
• AMORTIZACIÓN Y SALDO DE TESOBONOS: 1995	217
• COMPOSICIÓN DEL PAQUETE FINANCIERO	217
• INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1965-1970	227
• INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1970-1976	228
• INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1976-1982	229
• INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1982-1988	231
• INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1988-1994	232
• INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1994-95	233
• EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL: 1911-1964	235
• DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO: 1965-1982	237
• DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO POR FUENTE DE FINANCIAMIENTO	238
• DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1982-1988	238
• DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1989-1994	239
• EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA 1994-1995	240
• INDICADORES ECONÓMICOS 1983-1988	241
• INDICADORES ECONÓMICOS 1989-1994	242

INDICE DE GRÁFICOS

• <i>PROPORCIÓN DEL SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL CON RESPECTO AL PIB Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1970-1976</i>	154
• <i>PROPORCIÓN DEL SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL CON RESPECTO AL PIB Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1976-1982</i>	166
• <i>PROPORCIÓN DEL SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL CON RESPECTO AL PIB Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1982-1988</i>	176
• <i>PROPORCIÓN DEL SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL CON RESPECTO AL PIB Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1988-1994</i>	188

INDICE DE ILUSTRACIONES

• <i>LA DETERMINACIÓN DE LA INVERSIÓN</i>	93
• <i>CURVA LAFFER DE LA DEUDA</i>	201

La deuda del tercer mundo es una parte de la expansión general de las deudas que han caracterizado a la economía mundial en los últimos 20 años. Es por ello, parte del problema más amplio de la viabilidad de los mercados financieros.¹

INTRODUCCIÓN

Pocos problemas económicos registran una historia tan contrastante como el de la deuda externa de los países latinoamericanos en los últimos veinte años. Esta parece evolucionar de una época cuando es predominante a otra casi de olvido, pretendidamente enterrada por las políticas de gobierno que éstos en forma generalizada han llevado a cabo en la región. Hasta que otra crisis económica y financiera hace recordar su existencia y la magnitud de su importancia.

México caracteriza adecuadamente esa imagen. Aquí también se vivió con singular intensidad, para desaparecer después del horizonte económico y sus problemas. El país parecía estar ya inmune a los problemas del endeudamiento, puesto que la resolución obtenida para la deuda externa formaba parte del "éxito" de las políticas económicas vigentes. La deuda externa fue reiteradamente presentada como un problema financiero cuya solución requería de una solución del mismo tipo, manejado eficazmente por un gobierno que efectuó negociaciones y acuerdos favorables a México, casi únicos, con el apoyo de las instituciones financieras internacionales, de los bancos extranjeros y del gobierno estadounidense. Deuda controlada perfectamente con los resultados de las finanzas públicas y del accionar de la economía misma, en la que su importancia había iniciado un claro proceso regresivo.

Los logros económicos confirmaban el camino recorrido que, por otra parte, se presentó como inevitable, sin alternativa. De tal manera que si en la década de los ochenta se hablaba de las generaciones condenadas a vivir con el problema de la deuda, se llegó a escribir después "...que puede afirmarse, con absoluta validez, que el problema de la deuda externa ha quedado atrás y que ya no constituye un obstáculo a la modernización y desarrollo del país".²

¹ Cfr. Arthur MacEwan, *Deuda y desorden. Inestabilidad económica internacional y ocaso del imperio estadounidense*. México, Siglo XXI editores, 1992; p. 25.

² José Angel Gurria, *La política de la deuda externa*. México, FCE, 1993; p. 8. Aunque la declaración hace referencia a la capacidad del país para el manejo del servicio de la deuda y a la proporción de la deuda con relación al PIB, comparadas con las de otros países en

Efectivamente, el problema de la deuda desapareció, pero del discurso gubernamental. En la práctica, la política económica de conjunto, es decir, la de estabilización y la de cambio estructural, se aplicó teniendo como eje adquirir la capacidad de pago de la deuda, según los propósitos declarados de los múltiples convenios de reestructuración firmados. Pero en las condiciones de operación de una economía nacional con bajo crecimiento, alto desempleo, mayor concentración del ingreso, creciente déficit comercial, y que exhibía en contrapartida el control de algunas variables macroeconómicas (tasa de crecimiento de precios, estabilidad cambiaria, equilibrio fiscal) para apuntalar el modelo implantado, surgían más dudas que certezas sobre la efectividad de sus resultados en el corto y mediano plazo. Dudas, en consecuencia, sobre la superación real del problema de la deuda.

Como fue señalado oportunamente por tantos economistas, la economía presentaba un cuadro de extrema fragilidad financiera, dependiente de capitales externos de corto plazo, los cuales, al no orientarse al sector productivo, no garantizaban condiciones de crecimiento para el pago de la deuda. Tampoco éstas se obtenían a través de la balanza comercial por su agudo carácter deficitario, insostenible en forma prolongada, pero realimentado por una apertura comercial carente de política industrial. Ni las fuentes del Estado podían ser garantía de solvencia por su debilidad financiera, ante el previsible agotamiento de los recursos provenientes de las privatizaciones y la poca flexibilidad de los ingresos fiscales en una economía sin crecimiento.

Con la crisis cambiaria de diciembre del 94 y la crisis financiera de 1995, el modelo y el discurso quedaron al descubierto y el problema de la deuda se hizo evidente de nuevo. El endeudamiento externo, colocado en el origen de la crisis, fue el recurso utilizado para contenerla, cuyo monto y costos se incrementaron, como aumentaron los compromisos para la aplicación reforzada y corregida de las políticas, agudizando las condiciones críticas de la recuperación.

Posteriormente, durante 1996 y 1997, la economía evolucionó favorablemente en los términos gubernamentales: se registró crecimiento con dinamismo exportador, fortaleza monetaria, inflación descendente, reinserción en el mercado financiero internacional (alto nivel de ingreso de

aquellos años, no deja de ser ilustradora de la actitud gubernamental, como si se hubiese obtenido una solución definitiva al problema.

capitales, con fuerte inversión directa, y colocación de bonos en mercados foráneos). Con relación a la deuda externa, se hicieron pagos anticipados, cancelaciones y reestructuraciones, tanto de la antigua como de la nueva deuda. Con estos resultados otra vez se proclamó la necesidad, conveniencia y éxito del modelo y sus políticas; y de nuevo el problema de la deuda perdió importancia en el discurso de gobierno, tratándose como una situación controlada y en proceso de reversión.

No obstante, los acontecimientos del 94-95 confirmaron nuestra perspectiva problemática, es decir, se justificaron tanto la selección del tema de la deuda como objeto de estudio cuando ya no era moda, como nuestro enfoque crítico al respecto. Las mismas razones de entonces continúan haciéndolo vigente en las presentes condiciones de persistente fragilidad externa y gran endeudamiento, de amenazas crecientes de volatilidad monetaria por el impacto de crisis que estallan en diversas regiones, como hoy en los mercados financieros asiáticos, ruso y brasileño. Pero el análisis crítico del problema, especialmente en aquellos años, así como de su evolución, resulta indispensable para entender su profundidad actual y las incertidumbres futuras que le acompañan.

Este trabajo es un avance de la investigación que, para obtener el grado de Doctor en Ciencia Política, estoy desarrollando bajo el mismo título. Esta tiene por objetivo analizar la transformación política y económica del Estado mexicano y sus crisis, a través del estudio de uno de los elementos fundamentales que han incidido: la deuda externa. Se interpreta la aparición, en dos períodos diferentes, de la crisis de dos formas distintas de Estado, el Estado interventor y el Estado liberalizado, como derivados de dos crisis de deuda externa. Pero en primer momento, el presente avance se enfocará al análisis de los fundamentos del endeudamiento externo y de las crisis financieras resultantes.

En consecuencia, algunas preguntas que interesa formular son: ¿cuáles fueron las condiciones económicas internacionales y locales que propiciaron el gran endeudamiento externo de México?; ¿Cómo es que la dinámica de ese endeudamiento generó crisis financieras, nacionales e internacionales?; ¿cuáles fueron las soluciones teóricas y prácticas aportadas?; ¿en qué medida contribuyeron a resolver el problema?; ¿cuáles condiciones problemáticas de la deuda persisten y bajo qué perspectiva deben reconsiderarse?

Frente a esos cuestionamientos, el argumento principal que rige el presente estudio consiste en lo siguiente: la economía mundial registra

desde hace aproximadamente tres décadas un cambio estructural, dado ante todo por modificaciones estructurales y operativas en el ámbito financiero: la moneda y los mercados. El sistema monetario internacional, que establecía algunas normas reguladoras, se fraccionó, y la lucha por la hegemonía monetaria y sus beneficios se ha reflejado en la falta de una coordinación efectiva. La expansión del crédito bancario primero, y la movilidad de capitales después, con su carácter masivo, incontrolable y global, generaron una economía internacional de endeudamiento: capitales especulativos que entran y salen imprevistamente producen repentina o calculadamente países endeudados y en crisis. Ello ha provocado condiciones de fragilidad monetaria internacional, para las que no existen instituciones financieras internacionales capaces de actuar como un prestamista de última instancia, que ha sido el recurso clásico para controlar las crisis de los sistemas monetarios nacionales. Dicha fragilidad financiera se ha convertido en el funcionamiento normal de la economía capitalista, en la que se generan, como procesos endógenos, es decir, propios de esa economía, las condiciones de las crisis. En correspondencia, se crearon economías nacionales de endeudamiento internacional: principalmente países en desarrollo, con restricciones externas al crecimiento, dependientes de capitales internacionales, de gran fragilidad financiera externa, cuyo funcionamiento económico gira en torno de su capacidad de adquisición y pago de la deuda foránea. Así se han convertido en países débiles, subordinados a políticas y prácticas económicas condicionadas, que mantienen y acrecientan el endeudamiento y sus secuelas, económicas y sociales. Estas políticas son promovidas internamente por grupos gobernantes que participan del enfoque e intereses subyacentes, para lo cual proceden a una transformación institucional del Estado, reorientado sus relaciones y prácticas, lo cual les lleva frecuentemente a crisis económicas y políticas.

En este sentido, México refleja idóneamente la problemática del endeudamiento, con sus crisis recurrentes. Su caso, como objeto de estudio, resulta una ilustración eficaz de los Estados con economías de endeudamiento internacional. Los diferentes períodos de análisis muestran con propiedad la historia de su endeudamiento y crisis. Esas experiencias enseñan que no existen salidas individuales al problema; resultan imprescindibles cambios en las relaciones e instituciones económicas internacionales, y una modificación de las políticas internas.

La perspectiva teórica general desde la que se analiza el endeudamiento externo es la teoría de la demanda efectiva. Esta ofrece una explicación más consistente y realista del funcionamiento de la economía que la teoría

predominante, la teoría neoclásica. Dado que en la interpretación del fenómeno se confrontan ambas perspectivas, expondremos brevemente ambos modelos.

En el modelo neoclásico se concibe a la economía con las categorías de pleno empleo, equilibrio, flexibilidad de precios y comportamiento optimizador de los agentes económicos. Así, a partir de la consideración de la escasez de recursos, la asignación eficiente de los mismos establece el producto máximo, con equilibrio, donde todo el producto ofrecido es demandado. Se basa en las premisas de que existe una demanda (en sentido inverso) y una oferta (en el mismo sentido) flexibles para cada factor productivo respecto al precio, y de que existe un precio de equilibrio dado por la competencia entre los poseedores y los demandantes de cada factor. El modelo opera en tres mercados, el de trabajo, el de bienes y el de dinero.

a) El mercado de trabajo: aquí se determinan el nivel del producto, del empleo y el salario real.

El nivel del producto, a cada nivel de empleo, se indica con la función de producción, considerando constantes en el corto plazo la técnica y el equipo de capital; de tal manera que el producto sólo podrá variar cuando varíe la cantidad de trabajo utilizada. Pero si bien mayor cantidad de trabajo crea un producto mayor, a partir de un momento determinado, el incremento del producto disminuye a medida que aumenta la mano de obra. Estos son los rendimientos decrecientes: conforme se contratan más trabajadores, el aporte a la producción del último es menor. Esto es ocasionado porque la incorporación del trabajo adicional se hace sobre un mismo equipo de capital (no varía en el corto plazo).

En cuanto al nivel de empleo (demanda de trabajo), la contratación de trabajadores en una empresa que opera en condiciones de libre competencia y con el propósito de maximizar ganancias, se hará hasta que el valor del producto marginal del trabajo (cantidad de producto agregado por el último trabajador contratado multiplicado por el precio=ingreso del empresario) sea igual al salario (precio del trabajo o costo para el empresario). Si se quiere contratar más trabajadores sin disminuir las ganancias, el salario real debe caer; así se conserva la igualdad del producto marginal con el salario. El nivel de empleo, visto del lado de los trabajadores (oferta de trabajo), es una función creciente del salario, ya que a mayor salario mayor es la utilidad que se obtiene. Esta utilidad se mide por los bienes que el salario permite comprar. Sin embargo, el trabajo también representa una desutilidad: el ocio sacrificado al trabajar. Por consiguiente, la oferta de trabajo depende de la

relación entre utilidad y desutilidad del trabajo: cuando la utilidad marginal del trabajo sea mayor que su desutilidad marginal, se ofrecerá trabajo hasta el punto en que ambas se igualen. En este punto el trabajador adquiere su máximo bienestar. Además, puede suceder que llegado a un cierto nivel salarial, no exista un salario que compense la desutilidad que implique trabajar.

En este modelo no existe el desempleo: la competencia entre los trabajadores hace bajar el salario, con lo cual la demanda de trabajo aumenta. Esto se repite hasta que se absorbe toda la fuerza de trabajo dispuesta a contratarse al salario que se determine. La flexibilidad en el salario conduce entonces al pleno empleo de la fuerza de trabajo disponible; la interferencia (sindical) que produce rigideces en el libre juego de mercado crea desempleo involuntario. La desinformación sobre las fuentes de trabajo también produce este efecto.

b) El mercado de bienes: en este mercado se aplica la ley de Say, según la cual la oferta crea su propia demanda. Esto significa que toda la producción, cualquiera que sea su nivel, se realiza, es decir, se vende. Ello requiere que todo el ingreso generado por la producción sea gastado en bienes de consumo y de inversión. Para que esto se cumpla, el dinero no puede estar ocioso: lo que no es consumido debe llevarse al mercado de dinero, comprar bonos y recibir un rendimiento. Los emisores de bonos, empresarios, obtienen ese dinero en préstamo y lo aplican a la inversión, con cuya ganancia pagan el interés comprometido. Así, el ahorro no es atesoramiento, y la demanda de ahorros (inversión) es igual a la oferta de ahorros. Por eso toda la producción se demanda.

En esto es necesario que tanto la demanda como la oferta de ahorros sean sensibles a la tasa de interés y que ésta sea flexible. La sensibilidad de la demanda de ahorros o inversión se basa en la productividad marginal decreciente del capital; éste consiste en que el aumento progresivo del stock de capital genera aumentos cada vez menores del producto. Por consiguiente, el ingreso adicional es también cada vez menor por ser igual al valor del producto marginal del capital (precio por producto marginal del capital = ingreso adicional). Entonces la demanda de capital (o ahorros = inversión) llegará hasta el punto en que el ingreso adicional se iguale con el costo adicional de incrementar el stock de capital, es decir, del precio del ahorro obtenido. La inversión o función de demanda de ahorros es una función inversa de la tasa de interés. Por su parte, la sensibilidad de la función de ahorro respecto al tipo de interés indica en los ahorradores la postergación del consumo presente a cambio de una compensación, el

interés; ahorro que será mayor en la medida que suba el interés. Dado que el tipo de interés es flexible y existe competencia tanto en la demanda como en la oferta de ahorros, se llega a una tasa de interés de equilibrio, donde las cantidades demandadas y ofrecidas de ahorro se igualan.

c) El mercado de dinero: el dinero se concibe únicamente como medio de pago; su función es servir para realizar transacciones. En este modelo, el nivel de precios depende del dinero excedente. Construye una identidad contable en la que la cantidad de dinero que circula en la economía es igual al valor total de las transacciones monetarias realizadas en un período: $MV=PT$ (M=cantidad de dinero; V=velocidad de circulación promedio de cada unidad monetaria; P=nivel general de precios; T=número de transacciones realizadas en un período de tiempo). Es la teoría cuantitativa del dinero, en cuya versión de Fisher, M es un dato, V es estable, según los hábitos de pago de la sociedad, T corresponde a un producto de pleno empleo conocido, por lo cual P queda determinado.³

A partir de la experiencia de la depresión, este modelo sufrió la crítica de la llamada revolución keynesiana. En ésta se construye una explicación de la economía capitalista en la que el pleno empleo y el producto máximo no están garantizados, donde existen recursos productivos sin ocupar, y en la que las fluctuaciones del producto y del empleo hacen incorporar la crisis como fenómeno inherente al capitalismo. La vulnerabilidad de esta economía radica principalmente en la especulación, tanto en el mercado de capitales como en relación a la demanda de dinero.

La crítica keynesiana al modelo neoclásico se centra en el mercado de trabajo, donde rechaza los supuestos de esa perspectiva. Afirma, al contrario de los neoclásicos, que ni la oferta de trabajo es función directa del salario real (un incremento de los precios de los bienes salarios no conlleva automáticamente una reducción de la oferta de trabajo ni renuncias de los trabajadores ocupados), ni la demanda del mismo es función inversa del salario real (en la crisis la caída de los salarios no generó un aumento de la demanda de trabajo). Además, los trabajadores negocian únicamente el salario nominal y no el real porque no son capaces de determinar el nivel de precios, el cual establece dicho salario real. El salario real y el nominal no se mueven necesariamente en el mismo sentido: el primero puede aumentar

³ Eloisa Andjel, *Keynes: teoría de la demanda y el equilibrio*. México, Ed. DIANA-UNAM, 1992; pp. 22-32.

aunque baje el segundo. En este caso, la reducción de los salarios nominales no elimina el desempleo.⁴

Por su parte, la teoría de la demanda efectiva, en su versión kaleckiana, la cual se toma preferentemente por ser más rigurosa y crítica que la keynesiana, parte de la concepción de que la economía capitalista es una economía mercantil desarrollada; como tal su objetivo es producir para vender mercancías; al realizarlas, en su precio de producción se obtiene la ganancia que contienen. Así, el mercado o la demanda efectiva es quien determina el nivel de actividad económica: producto, empleo, ganancia y salarios; el límite de este nivel en el corto plazo son las capacidades productivas existentes.

En el capitalismo industrializado existe por lo regular una capacidad productiva desaprovechada, debido a que la demanda es inferior al producto potencial que podría generarse con toda la capacidad instalada. De esta manera, la oferta tiene cierta elasticidad: cuando la demanda aumenta, sube la producción, aun en el corto plazo. Se puede resumir diciendo que la demanda crea su propia oferta. Pero si la producción aumenta sin que se incrementen los componentes autónomos de la demanda (gasto capitalista, exportaciones netas y déficit gubernamental), el aumento de la demanda será entonces inferior al aumento de la producción. Esto provocará la elevación de los inventarios, lo que llevará a una reducción de la producción. Así la demanda se convierte en la variable independiente del sistema económico.

En esta teoría se admite como principio que "los capitalistas ganan lo que gastan y los obreros gastan lo que ganan". Esto se puede visualizar concibiendo el caso de una economía capitalista cerrada y privada (sin gobierno y sin sector externo), donde el producto está compuesto de bienes para los obreros (consumo asalariado) y bienes para los capitalistas (consumo capitalista). Suponiendo que no existe variación indeseada de inventarios (la producción se acomoda inmediatamente a la demanda) y que los obreros consumen todo su salario (igualdad de salarios y consumo obrero) las ganancias brutas de los capitalistas (incluida la depreciación) serán iguales a su gasto.

Con ello se deduce que el ingreso total se determina a partir de los factores que establecen la proporción de las ganancias en ese ingreso. Esto es analizado por la teoría de la distribución que no sólo se basa en la lucha de clases como elemento conformador de la distribución, sino también en el

⁴ *Ibid.*, pp. 34-35.

poder empresarial para fijar sus precios por encima de los costos, o lo que es lo mismo, del poder de los obreros para establecer salarios monetarios altos sin que deriven en precios elevados. De esta forma, la distribución del ingreso se ubica tanto en el mercado de fuerza de trabajo como en el de productos.

Suponiendo que los costos primos de producción son exclusivamente salarios y que el precio se fija sumando un margen a los costos primos unitarios, entonces el precio de cada bien comprende tanto las ganancias brutas unitarias como los salarios unitarios. Así, la fijación de los precios establece la distribución del ingreso por unidad producida entre ganancias brutas y salarios, y entre ganancias e ingreso total. En consecuencia, el gasto capitalista (que determina la ganancia capitalista) y la distribución del ingreso (proporción de la ganancia capitalista en el ingreso, lo cual determina los salarios totales pagados) determinan la demanda efectiva y los niveles de actividad económica (ingreso nacional, compuesto de ganancias brutas y salarios totales).

El aumento de los salarios no provoca necesariamente una caída en las ganancias porque cuando los salarios crecen, sin que los precios aumenten o lo hagan en un nivel inferior, los capitalistas no reducirán inmediatamente su gasto real. Su gasto fue decidido en períodos anteriores, y por lo regular las decisiones de gasto no cambian bruscamente. Así el gasto capitalista no cae y sus ganancias tampoco. En realidad, lo que sucede es que los capitalistas se apropian de una proporción menor de un producto mayor, ya que se cubre el aumento de los salarios y del consumo asalariado con un incremento de la producción, un mayor aprovechamiento de las capacidades productivas y una reducción en el margen que las empresas cargan sobre los costos primos. En el caso de los otros componentes de la demanda efectiva: el excedente de las exportaciones desvía producción hacia el exterior para satisfacer una capacidad de compra superior a la interna; y el déficit gubernamental crea demanda sin afectar el poder de compra de otros sectores internos.

En síntesis, en el capitalismo desarrollado cualquier aumento de la demanda normalmente ocasionará el aumento de la producción y no el alza de los precios. Sólo si las capacidades productivas están plenamente ocupadas, caso excepcional, los aumentos de demanda causarán incrementos de precios. En las economías capitalistas con menor desarrollo las condiciones son diferentes: hay insuficiencia de capacidades de capital para absorber toda la fuerza de trabajo. Así los incrementos de la demanda generan presiones inflacionarias; aquí entonces es necesario acumular

capitales y aplicar cambios estructurales previamente a la aplicación de políticas de demanda.⁵

Como metodología de investigación se procede a analizar el objeto de estudio por secciones históricas. La deuda externa mexicana tiene una larga historia; por ello, en su análisis se requiere distinguir los períodos sobre los cuales se puede articular una interpretación. Pero construir períodos históricos implica enfrentarse al problema del criterio de organización de tiempos y acontecimientos. En el caso de la deuda externa de México dos pueden ser las formas de construir los períodos: por sexenios o por coyunturas decisivas que han impactado el curso del endeudamiento. En la historia reciente ambos tipos de cortes temporales se enlazan; es decir, a menudo los cortes sexenales son también los momentos significativos de la trayectoria histórica de la deuda; en esto, la política y sus procesos legalmente establecidos y la economía y sus movimientos cíclicos se estrechan. Por eso, las coyunturas-momentos se convierten en coyunturas-períodos.⁶

Las fechas coyunturales que indican giros hacia el endeudamiento o rupturas como culminación de procesos estructurales de endeudamiento son: 1973, 1976, 1982, 1986, 1989 y 1995. Estas fechas son los momentos extraordinarios del inicio de la deuda, o bien, del estallamiento de la crisis y de los grandes acuerdos. Intentando comprenderlas, los cortes históricos que seleccionamos para ofrecer un breve y general bosquejo de la evolución del endeudamiento mexicano son:

1: 1823-1970: Aglutina un largo tiempo de la historia de la deuda: su inicio, la relación con las nuevas instituciones financieras internacionales, la crisis del modelo de crecimiento económico y la formación de las condiciones del endeudamiento acelerado. Aunque nuestro estudio se centra en la deuda a partir de 1973, y sobre todo desde 1982, se incorpora esta descripción de los antecedentes de la deuda contemporánea.

2: 1970-1982: En este período adquiere particular importancia el año de 1973, cuando se produce un vuelco hacia la deuda pública externa; también

⁵ Julio López, *La economía del capitalismo contemporáneo. Teoría de la demanda efectiva*. México, Ed. DIANA-UNAM, 1991; pp. 11-13.

⁶ Cfr. Pierre Vilar, "Coyuntura", en *Introducción al vocabulario del análisis histórico*. México, Ed. Grijalbo, 1988; pp. 81-105.

es destacable el año de 1981 como otra escalada hacia el endeudamiento. En las postrimerías de esos años estalla la crisis de pagos a nivel internacional.

3: 1982-1994: Integra dos períodos sexenales de gobierno. Es el largo período de las políticas económicas de la deuda, de los múltiples acuerdos y reestructuraciones, sobre todo la de 1989, ofrecida como solución definitiva al problema de la deuda; es la época de la reconversión del Estado y la economía.

4: 1994-1995: El inicio del gobierno actual desata la última de las crisis de la deuda, que impacta de nueva cuenta al sistema financiero internacional y deja otro capítulo abierto en su historia.

Conforme a lo anterior, el trabajo se presenta dividido en siete capítulos. En el primero se ofrece una breve explicación del sistema monetario internacional, de sus bases y de su historia; el objetivo es mostrar el proceso exógeno de la deuda; se parte de la descripción del sistema monetario nacional. En el segundo se elabora una síntesis del proceso de endeudamiento internacional y en el tercero se ofrece una interpretación teórica de ese proceso. En los restantes capítulos se examinan la evolución y características de la deuda externa mexicana, con especial relevancia la más reciente de sus crisis, en 1994-1995. Aquí se estudian las condiciones y motivaciones nacionales del endeudamiento, las reestructuraciones acordadas y su impacto en la reformulación de la política económica. Se incluyen por último las conclusiones, las cuales resumen, en una visión retrospectiva global, la problemática tratada y sus principales puntos de llegada, que se refieren al marco actual de la deuda y su perspectiva, considerando el contexto económico-financiero, nacional e internacional.

En esta organización de la exposición, el principio metodológico subyacente es construir una explicación que se base en el propio desarrollo del objeto, de tal manera que la composición de su tratamiento respete la colocación precisa de cada elemento (conceptual, teórico, histórico y empírico) según las exigencias de una estructura explicativa que sea homogénea a la materia sujeta al análisis. Así, por ejemplo, el capítulo sobre las teorías del endeudamiento ocupa un lugar intermedio, al contrario del uso académico más común de situarlo al inicio. En este caso se observó la conveniencia, para beneficio de la explicación, de comenzar con los elementos, conceptuales e históricos, que conforman las condiciones básicas del endeudamiento (financieros e internacionales) hasta construir un cuadro general del mismo, para proceder enseguida a plantear la teoría correspondiente, donde aparecen, ya definidos y expuestos previamente en

su dinámica, los elementos y estructuras básicas generales. Ese capítulo teórico culmina con el planteamiento de un esquema analítico aplicable al endeudamiento mexicano, por lo que es tanto punto de llegada como punto de partida y sirve de puente entre el desarrollo general y las condiciones específicas de México.

Igualmente, por la concepción de que el tratamiento del objeto es la mejor definición del objeto mismo, esta introducción se limita a los aspectos básicos del planteamiento de la investigación (problema, objetivo, delimitación, línea argumental, perspectiva de análisis, metodología y organización de la exposición), con lo cual se procede inmediatamente a exponer la materia analizada, a partir del primer capítulo. De esta forma, se deja que el desarrollo del argumento aparezca en el lugar donde debe estar: en el cuerpo de la tesis, construyéndose como derivación del análisis en cada capítulo y como resultado, hasta culminar sintéticamente, pero en forma clara y precisa, en las conclusiones. Es decir, la reconstrucción teórica del objeto es al mismo tiempo el desarrollo de la explicación del objeto. Esto supone la lectura detallada del documento en todas sus partes, pero se sabe que en las tareas de la ciencia, el lector nunca estará exento de compartir el esfuerzo del investigador.

1. EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL.

El elemento característico de las economías de los países de esta región, a partir de la década de los setenta, ha sido su alto y permanente endeudamiento externo. La investigación de sus causas conduce al estudio de los fenómenos exógenos que lo crearon o condicionaron, particularmente de aquellos derivados de la estructura, funcionamiento y evolución del sistema monetario internacional. Pero poco se podría comprender de la economía monetaria internacional y de su elemento fundamental, la moneda, si no es vista como una esfera donde rige la naturaleza de las relaciones económicas y políticas internacionales vigentes en cada época. Por eso, bien se ha escrito que el sistema monetario internacional refleja la lucha por la hegemonía monetaria entre los países más desarrollados.¹ Para comprenderlo, hay que ver de qué manera se ejerce esa influencia que subordina al resto de los países y los beneficios que trae para aquéllos.

El sistema monetario internacional es un conjunto de instituciones y acuerdos, de reglas y procedimientos establecidos entre los países, con la finalidad de crear los medios de pago o liquidez suficiente para la realización de las transacciones en la economía mundial. La creación de esta liquidez, o dinero internacional, tiene bases similares a la creación de moneda nacional, pero también diferencias importantes, de las cuales se derivan problemas irresueltos en el ámbito internacional. Por ello, examinemos primero algunos elementos básicos del funcionamiento del sistema monetario nacional.

LOS SISTEMAS MONETARIOS NACIONALES.

El dinero, en una economía nacional, tiene varias funciones: sirve como unidad de cambio, o sea, como medio de pago general y normalmente aceptado; constituye una unidad de cuenta, es decir, es una medida de valor reconocida; y es un activo, esto es, una reserva de valor.² Como activo se

¹ "Cuando se reconoce que los arreglos monetarios internacionales son creaciones sociales que tienden a reflejar y mantener la distribución del poder entre los países y las clases sociales, desaparecen muchas de las complejidades artificiales...", Fred L. Block, *Los orígenes del desorden económico mundial*. México, FCE, 1989; p.9.

² Cfr. Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, *Economía Internacional Teoría y Política*. Madrid, McGraw-Hill, 1994; pp. 404-405.

distingue por su alto grado de liquidez,³ así se imprime fluidez a la economía con muy bajos costos de transacción.

En los sistemas financieros nacionales, las fuentes de creación de dinero son fundamentalmente las siguientes:

- i*) la reserva de metales preciosos (o divisas);
- ii*) el crédito directo en cuenta corriente que los bancos dan a sus clientes;
- iii*) el gasto gubernamental que se financia con deuda pública;
- iv*) el descuento de títulos de deuda privada".⁴

Es decir, son las autoridades monetarias y los bancos, con la emisión de moneda y el crédito respectivamente, quienes crean medios de pago. En particular, los bancos crean dinero prácticamente de la nada al conceder poder de compra a través del crédito que ofrecen, el cual excede el monto de los depósitos con que cuentan; estos bancos comerciales pueden expandir el crédito sólo hasta el nivel en que sus reservas en efectivo lo permitan, es decir, hasta el punto en que sean capaces de responder a los retiros probables de los depositantes. La cantidad de dinero creado se calcula con el multiplicador bancario y el multiplicador monetario.⁵ Este es dinero fiduciario porque se acepta por la confianza que se tiene en el emisor.⁶

³ Liquidez de un activo: "facilidad con la cual éste se puede vender (o redimir) en un período futuro no conocido, a un precio conocido...sin previo aviso y con costos mínimos". Roger LeRoy Miller, Robert W. Pulsinelli, *Moneda y Banca*. Bogotá, McGraw Hill, 1992; p. 35.

⁴ Guadalupe Mántey, *Lecciones de economía monetaria*. México, UNAM-UACPYP-CCH, 1994; p. 21.

⁵ "Se llama multiplicador bancario, o multiplicador de crédito, a la relación que existe entre el total de pasivos [monetarios y no monetarios; es decir, sólo aquellos que significan captación del público] creados por el sistema bancario [ya consolidado] en su función de intermediación y la base monetaria.....El multiplicador de crédito indica el efecto que tiene un aumento en la base monetaria sobre la captación total de recursos por los bancos; es decir, mide la variación en los pasivos monetarios y no monetarios de los bancos como resultado de una unidad adicional en la base monetaria". Se denomina multiplicador monetario al "incremento que una unidad adicional de la base monetaria produce sobre los medios de pago en circulación; es decir, únicamente sobre los pasivos monetarios de los bancos", *Ibid.*, pp. 57-58. En otro lado ambos multiplicadores se denominan indistintamente; así se define al multiplicador monetario o multiplicador de depósitos como el "número por el cual se multiplica un cambio en las reservas para calcular el cambio final que se produce en los depósitos; el recíproco del coeficiente de reservas requeridas"; Roger LeRoy Miller, Robert W. Pulsinelli, *cit.*; p. 613.

Para que no se dé una creación excesiva de dinero y para controlar el total de medios de pago en circulación existe un banco central, el cual apoyado en una amplia normatividad, con capacidad de supervisión y dotado de ciertos instrumentos, regula a los bancos comerciales. Las funciones principales del banco central, establecidas legalmente, son: a) emisor del dinero de curso legal; b) custodio de las reservas internacionales; c) controlador del volumen del crédito; d) banquero del gobierno; e) banco de bancos y prestamista de última instancia; y f) regulador del tipo de cambio. Los instrumentos de control de que dispone son: a) la emisión primaria de billetes, b) los coeficientes de reserva legal y c) las tasas interés⁷.

La emisión primaria de billetes está determinada por la reserva de activos internacionales; con ella, el banco central crea la oferta monetaria destinada a proporcionar liquidez para que los residentes de un país lleven a cabo las transacciones en que participen como agentes económicos. Esta facultad restrictiva que posee el banco central limita la capacidad de los bancos comerciales de expandir el crédito. Igualmente, el establecimiento de un sistema de reserva obligatoria, mediante el cual los bancos deben transferir parte de sus depósitos al banco central, reduce el volumen de crédito que aquéllos pueden otorgar, de acuerdo con el coeficiente de reservas disponibles. Por último, el manejo de las tasas de interés, activas y pasivas, por el banco central, proporciona a éste otro instrumento para alcanzar el mismo objetivo de control de la expansión del crédito bancario: cuando el banco central paga más por los depósitos de bancos comerciales estimula los depósitos voluntarios de éstos, pero cuando se incrementa el costo del dinero para los bancos por tasas pasivas altas, se induce la acumulación de reservas líquidas en poder de los bancos, a fin de evitar el pago de elevadas tasas de descuento al banco central; lo anterior se refleja en la aplicación de mayores tasas activas en los préstamos que aquéllos

Por su parte, la base monetaria o "dinero del banco central" [G. Mántey, cit., p. 46] se define como "reservas bancarias totales [registradas en el banco central] más efectivo [billetes] en circulación fuera de las instituciones financieras; también conocido como base de reservas o dinero de alto poder"; Ibid., p. 607. En diversos textos se presenta detalladamente la determinación de estos multiplicadores y los componentes de la base monetaria.

⁶ El dinero fiduciario se caracteriza por tener un valor nominal superior a su valor como mercancía o uso no monetario. Su valor reside en su aceptación general.

⁷ G. Mántey, cit., p. 43.

conceden. Estos tres mecanismos reducen la cantidad de medios de pago en circulación.

Así se obtiene confianza y cierta estabilidad en la moneda.⁸ La estabilidad del valor de una moneda es un objetivo de política monetaria.⁹ El valor de la moneda depende de tres factores: a) la cantidad que de ella se acuñe; b) el volumen de bienes y servicios que se produzcan para el intercambio; y c) la velocidad con que la moneda circule en las transacciones.¹⁰

Los bancos centrales también incrementan o disminuyen la cantidad de dinero en circulación a través de las operaciones de compra y venta en el mercado de divisas, que es el mercado donde se intercambian las monedas extranjeras. Aquí los bancos centrales operan regularmente ofreciendo y adquiriendo reservas internacionales.¹¹ Estas constituyen activos del exterior y se registran en la cuenta de capital de la balanza de pagos; se utilizan para cubrir diferencias con la cuenta corriente. Al intervenir en el mercado de divisas, los bancos centrales modifican ciertas condiciones macroeconómicas e influyen particularmente en el tipo de cambio.

El tipo de cambio es el precio relativo de las monedas nacionales; es decir, es el precio de una moneda en términos de otra moneda. Es precisamente el precio relativo de un activo financiero. Como todo activo, constituye “una forma de riqueza, es decir, un medio de transferir poder adquisitivo del presente al futuro. De este modo, el precio actual de un activo viene directamente relacionado con la cantidad de bienes y servicios que los compradores esperan adquirir en el futuro”.¹² Este poder de compra futuro se expresa en su tasa de rentabilidad esperada.

⁸ *Ibid.*, p. 45.

⁹ La política monetaria implica el manejo de cualquier variación de la oferta monetaria. Esta representa un agregado monetario.

¹⁰ *Ibid.* p. 15.

¹¹ “...la gran mayoría de las transacciones en el mercado de divisas se realiza a través del intercambio de depósitos bancarios denominados en diferentes monedas”. P. Krugman, *cit.*, p. 367.

¹² *Ibid.*, pp. 361-362.

La tasa de rentabilidad esperada de un activo es “el porcentaje con que se incrementa su valor en un período de tiempo determinado”.¹³ Esta tasa determina la deseabilidad del activo o divisa, en este caso, y permite comparar el rendimiento que generan las diferentes monedas. Así, la demanda de depósitos bancarios en una divisa está condicionada por el valor futuro que adquiera.

Además de la tasa de rentabilidad esperada, hay otros factores a considerar en un activo o moneda: a) el riesgo, que representa la variabilidad de su valor; b) la liquidez, o capacidad de conversión en otros bienes; c) el coste y d) la rapidez con que se dispone de su valor.¹⁴ Estos factores impactan el valor de un activo; así, los diferentes grados de riesgo y liquidez de los activos proporcionan diversos rendimientos y aceptabilidad.

Las variaciones en la oferta monetaria, por variaciones en el nivel de activos del banco central,¹⁵ afectan el tipo de cambio a través de su influencia sobre las tasas de interés y las expectativas cambiarias; también influyen sobre el nivel de precios internos. Y ambas variaciones, en el tipo de cambio y en los precios, por modificaciones en el volumen de la oferta monetaria, hacen perder estabilidad al valor de la moneda.¹⁶

¹³ “La diferencia porcentual entre el valor esperado en el futuro y el precio que se ha pagado para adquirir el activo es la tasa de rentabilidad en un período de tiempo determinado”. *Ibid.*, pp. 376. También se puede considerar la existencia de una tasa de rentabilidad esperada *real*, la cual se determina por la tasa de incremento esperada en el valor de la inversión en cierta moneda, menos la tasa esperada de aumento de los precios expresados en la misma unidad monetaria. *Ibid.*, p. 378.

¹⁴ *Ibid.*, p. 378.

¹⁵ La compra de activos por el banco central aumenta la oferta monetaria, la venta de activos la disminuye. El banco central puede neutralizar los efectos sobre la oferta monetaria interna de su intervención en el mercado de divisas; esto se conoce como “esterilización”. *Ibid.*, pp. 548-549.

¹⁶ Asimismo, cuando por acciones del banco central se modifica el grado de riesgo de los activos en moneda nacional, aun sin variar la oferta monetaria, se altera el tipo de cambio. Con las modificaciones en el tipo de cambio se produce una devaluación o depreciación (aumento del precio en moneda nacional de las monedas extranjeras), o bien una revaluación o apreciación (baja del precio relativo de la moneda respecto de las monedas extranjeras). *Ibid.*, p. 559. Krugman establece una diferencia entre los anteriores conceptos según el régimen cambiario: reserva los nombres de devaluación y revaluación para tipos de cambio fijos, mientras depreciación y apreciación los aplica en tipos de cambio flexibles.

La función reguladora del banco central o de la autoridad monetaria en tiempos normales, se complementa con una función interventora en momentos de crisis bancaria, si ésta llegara a presentarse. Ambas funciones proporcionan el candado de confiabilidad necesaria para la operación del sistema financiero nacional. Particularmente, con su intervención en períodos precrisis, el banco central actúa como un “prestamista de última instancia”, función que ha sido considerada clave para conservar el orden monetario nacional. ¿Qué es el prestamista de última instancia?

Según Kindleberger, la expresión prestamista de última instancia proviene del francés *dernier ressort*, “la jurisdicción legal más allá de la cual es imposible realizar una solicitud”¹⁷. Con este sentido, después y hasta la actualidad, se refiere a la intervención de último recurso de una autoridad central o monetaria en ayuda de un banco, para resolver sus problemas de iliquidez o insolvencia y evitar así su quiebra.

Este problema sólo puede presentarse si es un sistema bancario de reserva fraccionaria, en el cual los bancos no cuentan con todo el circulante captado en forma de depósito, pues a su vez lo prestan para constituir sus activos con los cuales responden en su oportunidad a los pasivos contraídos con los depositantes. Esto significa que las instituciones bancarias pueden acudir ante un banco central, o a una autoridad monetaria gubernamental, para obtener recursos que les permitan afrontar la demanda de efectivo -o conversión a su valor nominal de los depósitos- que el público les haga en un momento determinado, cuando la cantidad solicitada exceda la disponibilidad del banco, considerando reservas y activos de convertibilidad inmediata.

¿Por qué habría de presentarse un alto nivel de demanda de efectivo y cómo se denominaría el fenómeno? Desde la incertidumbre sobre la solidez financiera (calidad de los activos en relación con la exigencia de pagos de pasivos) hasta un “shock agregado” producido por un acontecimiento extraordinario (ej.: guerra), incluyendo hoy la frecuente inestabilidad caracterizada por la volatilidad de tasas de interés, de tasas de inflación, sensibilidad de flujos de capitales, generan la acción de exigir de una manera súbita y masiva la convertibilidad de los depósitos. Igualmente, una situación recesiva de la economía: aquí las ventas de las empresas se caen, lo

¹⁷ Ch. Kindleberger, “La evolución del prestamista de última instancia”, en L. Bendesky (compilador), *El papel de la banca en la actualidad*. México, CEMLA-Banco de España, 1991; p. 27.

cual deriva en deficiencias en sus flujos de caja que provocan el incremento cuantioso de la cartera vencida en bancos; el estado moroso de la cartera pone al banco en una condición de debilidad que lo orilla al riesgo, el público lo percibe como incertidumbre que le induce al retiro de depósitos en forma tan generalizada e intempestiva que lleva al banco a la quiebra. La quiebra de un banco puede extender la desconfianza hacia otros bancos que son reclamados en el pago de sus pasivos de la misma manera, aunque estos hayan estado en una situación original de solvencia, desatándose entonces una crisis financiera.

Pues bien, el fenómeno que se presenta cuando hay “una demanda súbita y masiva de dinero de alto poder” se llama “corrida bancaria”, y el fenómeno que aparece “cuando una quiebra bancaria, o una serie de quiebras, producen corridas bancarias a su vez, se vuelven contagiosas y amenazan la solvencia de bancos de otra manera sólidos”¹⁸, se llama pánico bancario. Estos son los fenómenos a los cuales se asocia la noción de prestamista de última instancia, definiéndose éste como la acción de un banco central dirigida a evitar o contener la ocurrencia de corridas bancarias y de pánicos bancarios.

Las causas que conducen a un banco al borde de la quiebra son: cambios de los precios relativos (que modifican el valor de una cartera bancaria y la vuelven insolvente), cambios en el nivel general de precios (que producen cambios imprevistos en el valor neto de los bancos)¹⁹, pero también diferentes tiempos de maduración de préstamos (largo plazo) y depósitos (corto plazo). O como dice Goodhart, “la combinación que resulta de una valoración del activo bancario sin seguridad de que sea ‘verdadera’ y depósitos con valor fijo nominal crea la posibilidad de corridas bancarias: prolongar la madurez de los depósitos bancarios retarda la *velocidad* potencial de tales corridas, pero no las impide”.²⁰ Pero sobre todo, es la competencia entre instituciones financieras y no financieras, que con diversos instrumentos disputan las fuentes de fondos y su canalización a prestatarios. A esto han contribuido decisivamente los cambios tecnológicos en el campo financiero (transferencia automática de fondos, etc.) y la globalización (mercados financieros las 24 horas).

¹⁸ Michael Bordo, “El prestamista de última instancia: puntos de vista alternativos y experiencia histórica”, en L. Bendesky, cit., p. 3.

¹⁹ Cfr. M. Bordo, cit., p. 4.

²⁰ C. A. E. Goodhart, “¿Por qué los bancos necesitan un banco central?”, en L. Bendesky, cit. p. 49.

Sin embargo, no siempre la corrida bancaria ha ocasionado una crisis financiera ni siempre se ha requerido de un prestamista de última instancia para evitarla; depende de las condiciones macroeconómicas. Para Kaufman, "en circunstancias normales ... las corridas bancarias fungen como forma de disciplina mercantil, ya que reasignan fondos de los bancos débiles a los fuertes y restringen a los directivos bancarios en la adopción de estrategias de carácter peligrosas".²¹ Por otra parte, el sistema de sucursales y cámaras de compensación proporcionan reservas privadas de emergencia para enfrentar demandas de liquidez.

Entonces, ¿desde cuándo, dónde y en qué circunstancias ha sido necesario el prestamista de última instancia?

Kindleberger sostiene que "el prestamista de última instancia es un concepto que se deriva, no de la mente del economista, sino de la práctica del mercado".²² Y que "el papel de prestamista en última instancia no fue respetado entre los teóricos hasta que se publicó el *Lombard Street* de Bahegot en 1873..."²³ En la evolución histórica de ese tipo de prestamista, Kindleberger refiere, al contrario de otros autores, que el Banco de Inglaterra asume tal función en la primera mitad del siglo XIX, pero que en Prusia, desde 1763, el Rey fungía como prestamista en última instancia. En Francia, desde 1833, se estipuló una función de apoyo similar en situación de crisis. En Estados Unidos, esa labor se realizó desde el Primero y Segundo Banco, aunque fue la Tesorería quien la aplicó más frecuentemente en el siglo XIX.

La función del prestamista se relaciona, pero no es totalmente coincidente, con la formación de los bancos centrales. Como banco central, "el banco de Suecia se estableció en 1656, el de Inglaterra en 1694, el de Francia en 1800, el de Holanda en 1814, el de Bélgica en 1835 y el de Japón en 1888. No fue sino el 23 de diciembre de 1913 cuando ... un banco central - el sistema de la Reserva Federal- se estableció en los EE.UU."²⁴

²¹ En M. Bordo, cit., pp. 4-5.

²² Ch. Kindleberger, cit., p. 27.

²³ *Ibid.*, p. 28.

²⁴ R. Leroy Miller y R. W. Pulsinelli, cit., p. 234.

En opinión de Goodhart, los bancos centrales se formaron por la evolución de algunos bancos comerciales, que fueron convirtiéndose en bancos de gobierno y de otros bancos, conservaban reservas de oro y proveían dinero por redescuento. Pero no todos los países siguieron ese camino. Es notable la experiencia de Escocia y Canadá, que durante mucho tiempo no tuvieron bancos centrales. En el caso de Escocia, desde 1716, en que se eliminaron las prerrogativas de exclusividad en la emisión de billetes al Banco de Escocia, hasta 1844, funcionó una banca libre. Esta se caracterizó por a) "libre entrada en la banca y libre emisión de billetes bancarios; b) billetes bancarios que eran plenamente convertibles en moneda consistente, y c) responsabilidad ilimitada de los accionistas bancarios".²⁵ Este sistema, que implicaba también la libertad de abrir sucursales, produjo menos quiebras que el sistema centralizado inglés. Sin embargo, a pesar de la ausencia de bancos centrales en esos países, hubo siempre una instancia gubernamental a la que se podía acudir en situaciones de crisis.

Otra experiencia de banca libre fue la que se dio en Estados Unidos, en la mayoría de sus estados, entre 1836 y 1865. Esta consistió en libre entrada y emisión propia de billetes, pero sujeta siempre a un conjunto de restricciones, entre ellas, la exigencia de redención obligatoria de los billetes en metálico y, sobre todo, la de ser banca unitaria (sin sucursales). Se produjo en la época mucho caos en el manejo de los billetes: se acusó a los bancos estatales de no contar con suficiente capital y reservas para respaldar sus billetes y depósitos. Pese a todo, tuvo algunos resultados favorables, como quiebras muy localizadas sin afectar a los tenedores de billetes y sin que se generaran corridas bancarias.

Algo posible de observar en esta evolución histórica es que la función de prestamista de última instancia se ejerció discrecionalmente. Por ejemplo, fue evidente en la historia bancaria francesa cómo este poder se ejerció para favorecer a algunas familias propietarias de bancos mientras a otras se les negaba ayuda, lo que llevó a la subordinación o a frecuentes quiebras de bancos regionales. Este es uno de los aspectos en que se basan los críticos de la banca central. Pero, ¿desde cuáles enfoques se discute?

Podemos adoptar la clasificación que hace Bordo de los cuatro enfoques existentes sobre el prestamista de última instancia:

²⁵ M. Bordo, cit., p. 16.

a) El enfoque clásico: propuesto primero por Henry Thorton en *An Enquiry into the Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802) y después por Walter Bahegot en *Lombard Street* (1873). La posición clásica se resume en lo siguiente:

- prestar a una tasa castigada,
- prestar con liberalidad,
- servicio al que tenga buena garantía,
- apoyar a bancos con iliquidez pero solventes.

Versiones actualizadas de la posición clásica (Meltzer) enfatizan la restricción de proporcionar dinero solamente a bancos solventes mientras se deja precipitarse a la quiebra a los insolventes.

b) El enfoque de Goodfriend y King: estos autores concuerdan plenamente con la función del prestamista de última instancia, pero definen la intervención de éste solamente a través de operaciones de mercado abierto. Los problemas de liquidez de las instituciones bancarias se habrían de resolver por préstamos esterilizados. Es decir, con política monetaria y política bancaria, como ellos la definen, que no implique cambios en el dinero de alto poder.

c) El enfoque de Goodhart y otros: estos autores difieren de la posición clásica en cuanto son partidarios de la ayuda temporal aún a bancos insolventes.

d) El enfoque de la banca libre: desde la época de la banca libre en Escocia se presentó una polémica en torno a la banca: banca controlada y centralizada vs. banca libre. Los participantes fueron las así denominadas a) escuela bancaria; b) escuela monetaria; c) escuela de la banca libre.²⁶ La polémica se centró en las propiedades autorreguladoras de un sistema monetario libre y competitivo.

Sobre esto, los teóricos de la escuela bancaria argumentaban que los bancos no podrían hacer una excesiva emisión de billetes porque este exceso se eliminaría. Además, esta "escuela pensaba que era útil que la oferta monetaria creciera, acorde al ritmo de crecimiento de la producción y del comercio".²⁷ La escuela monetaria decía que los bancos sí podrían hacer -y

²⁶ Cfr. Miller y Pulsinelli, cit., pp. 217-218.

²⁷ Ch. Kindleberger, cit., p. 28.

de hecho hacían emisiones en exceso que representaban perturbaciones monetarias con repercusión en la economía; la banca, decían, es intrínsecamente inestable, de allí la necesidad de una banca centralizada. Por este razonamiento apoyaban una oferta fija de dinero. Según Kindleberger, ambas escuelas coincidían en que pensaban más en el largo plazo que en el corto plazo, y ninguna aprobaba el aumento de la oferta monetaria como un paliativo temporal para enfrentar una crisis. Por último, la escuela de la banca libre sostenía que aunque los bancos efectivamente, como decían los de la escuela monetaria, podrían hacer emisiones excesivas de billetes, los banqueros racionales que deseaban maximizar el valor presente de su riqueza no harían emisiones en exceso.

Con este antecedente, los partidarios posteriores de la banca libre han rechazado la existencia necesaria de una autoridad gubernamental que sea prestamista en última instancia. Por el contrario, sostienen que el problema deriva precisamente del monopolio gubernamental en la emisión de moneda. Son, entonces, las restricciones legales que impiden la emisión libre de moneda por parte de los bancos lo que provoca la incapacidad de éstos para atender la demanda de circulante de las personas.

En adición a lo sostenido por los cuatro enfoques mencionados, Goodhart amplía el panorama de alternativas para evitar las corridas al proponer que los servicios de pago (transacciones) sean realizados por intermediarios financieros no bancarios, que “gestionan inversión con base en los fondos de los depositantes cuyo valor varía de acuerdo con el valor en el mercado de los activos subyacentes”.²⁸ Esto corresponde a la tendencia actual e implica como ventajas que los fondos de inversión no bancaria, o fondos de inversión colectiva mutua, no sufrirían de iliquidez por ser tenencia de activos comerciales ni de insolvencia porque el valor de las obligaciones variarían con el valor de los activos. De esta manera desaparece la fuente de presión principal sobre los bancos que lleva a las corridas (la obligación de convertibilidad a una tasa de valor fija). Esa forma de operar de los fondos de inversión les exime de cualquier regulación y supervisión, pero no así sobre los bancos, los que continuarían necesitando la figura de un banco central y de un prestamista en última instancia.

Kindleberger ofrece a su vez un punto de vista.²⁹ Explica, para responder a la pregunta “¿Quién es el prestamista de última instancia?”, que es útil

²⁸ C. A. E. Goodhart, cit., p. 53.

²⁹ Cfr. Ch. Kindleberger, cit., p. 35.

cierta ambigüedad en la determinación del prestamista, ya que esto se refleja en cierta incertidumbre en el mercado contribuyendo así a elevar su eficiencia. Si existiese total certidumbre podría darse una presión irresistible para lograr su intervención. En respuesta a la pregunta "¿A quien prestar?", observa que la posición clásica de prestar con garantías racionales lleva al dilema de cómo establecer la racionalidad de las garantías en situación de crisis, por lo que en estas circunstancias se debe considerar el carácter del solicitante. Pero tanto racionalidad de garantías como carácter del solicitante le confieren al prestamista un poder que no siempre es utilizado objetivamente. En lo que respecta a la pregunta "¿Cuándo y cuánto?" responde, sobre el tiempo, que en el momento del crecimiento del auge debe desacelerarse sin producir pánico, y que una vez producido el derrumbamiento de mercado hay que esperar a que las empresas insolventes quiebren, pero sin demorarse tanto que ponga en peligro a las empresas solventes. El tiempo adecuado, para él, "es un arte". Sobre la cantidad, es partidario como Bagehot de la intervención en el mercado, y que "más es seguro que menos. El exceso puede enjugarse después".³⁰

El país que ha tenido más pánicos bancarios son los Estados Unidos. De una banca libre inicial evolucionó tardíamente a una forma muy regulada. Como resultado de la gran depresión, se fortalecieron las restricciones al sistema bancario y se establecieron otras. Esto tomó cuerpo en el Banking Act de 1933, conocida como la Glass-Steagall Act. Básicamente en ésta se sancionó: la separación de la banca comercial y de inversión; la creación del seguro de depósitos; la prohibición de pagar intereses sobre depósitos a la vista. A esto se agregaban los topes de las tasas de interés sobre fondos captados y préstamos realizados. Si bien la segmentación geográfica (banca unitaria) y del mercado (banca especializada) limitaba la acción de los bancos, el seguro proporcionó una garantía que contribuyó a detener decisivamente los pánicos. Igual efecto se obtuvo cuando se estableció el seguro para las instituciones de ahorro.³¹ Pero las medidas desregulatorias que se han tomado a partir de 1980 para otorgar mayor competitividad a los bancos y asociaciones de ahorro, han coincidido con un cuadro de mayor inestabilidad financiera; por ello, la figura del prestamista de última

³⁰ Kindleberger, cit., pp. 40-41.

³¹ Los mecanismos para proporcionar seguridad al sistema bancario en Estados Unidos son: seguro de depósitos (hasta 100 mil dólares), reservas (activos líquidos), requerimientos de capital (capitalización o incremento del valor neto de los bancos, con fondos propios), depuración de activos (eliminación de activos de alto riesgo), diversificación de activos (préstamos no concentrados en un cliente) y supervisión bancaria (organismo oficial que revisa y ajusta balances).

instancia no ha dejado de estar presente.

El papel del banco central como tal prestamista en última instancia facilita el funcionamiento del mercado financiero. El mercado financiero redistribuye recursos: de los agentes económicos superavitarios a los deficitarios. Los bancos e instituciones financieras cumplen una función básica de intermediación; por ésta pueden favorecer el ahorro y la inversión productiva, considerando el costo de financiamiento o costo de intermediación, del cual los bancos obtienen ganancias. Captan recursos a corto plazo y los prestan a largo plazo. Los recursos los obtienen emitiendo diversos tipos de obligaciones, y conceden créditos directos a los agentes económicos o compran los valores que éstos emiten.³² Estos constituyen sus activos.

Hay varios tipos de activos: dinero, activos financieros y activos no financieros: son bonos, depósitos en diferentes monedas, participaciones de capital, acciones, opciones sobre monedas, adquisición de bienes inmuebles en el extranjero. Forman la cartera de activos; la combinación de activos financieros y no financieros constituyen el portafolios de inversión. En el mercado de activos se manejan instrumentos de deuda (el emisor se obliga a entregar capital más intereses, sin considerar su situación financiera) e instrumentos de renta variable (participaciones sobre beneficios, el rendimiento depende de la condiciones financieras de la empresa)

Es decir, los activos financieros pueden ser:

- a) Deudas directas.
- b) Deudas indirectas.
- c) Participaciones de capital.

Las deudas directas son las obligaciones que emiten agentes no financieros, como las empresas industriales, comerciales, etc., y el gobierno. Son los bonos gubernamentales y el papel comercial. Las deudas indirectas son las obligaciones que emiten las instituciones financieras. Son más líquidas porque la misma institución emisora se compromete a comprarlas nuevamente. Son los bonos hipotecarios, los pagarés bancarios y los certificados de depósito bancarios. Las participaciones de capital o acciones son títulos que representan partes del capital invertido en una empresa; su posesión da derecho a los beneficios generados por ésta.

³² Cfr. G. Mántey, cit., p. 25.

El mercado financiero se divide en mercado de dinero, con recursos a corto plazo, y mercado de capitales, con recursos a largo plazo; éste incluye el mercado de acciones (mercado hipotecario, bonos corporativos). De acuerdo con esta división se clasifican también los intermediarios financieros: se denominan instituciones monetarias a las que participan en el mercado de dinero (bancos comerciales, que emiten pasivos que sirven como medios de pagos), e instituciones no monetarias a las que operan en el mercado de capitales (bancos hipotecarios, bancos de inversión y compañías de seguros, que emiten pasivos no monetarios). Los intermediarios financieros pueden emitir obligaciones transferibles (depósitos de ahorro, a plazo) o valores (bonos, pagarés). El mercado de valores se divide en: mercado primario, para la colocación de nuevas emisiones, y mercado secundario, para la negociación de anteriores emisiones. Cada uno de estos mercados se divide en: mercado organizado, que opera en bolsas de valores mediante subasta pública, y mercado informal, que se realiza en bancos y casas de bolsa sin cotización pública.³³

También se han desarrollado los mercados de futuros: los compradores y vendedores acuerdan negociar una determinada cantidad de mercancía a un cierto precio y en una fecha estipulada.³⁴

La tendencia actual a la integración de mercados y grupos financieros ha eliminado estas divisiones estrictas, y hoy encontramos instituciones que llevan a cabo actividades financieras múltiples. Asimismo, este mercado ha cambiado con la participación cada vez más amplia de instituciones no financieras que han incursionado en actividades de intermediación que antes eran exclusivas de los bancos.

En resumen, la creación de liquidez en los sistemas monetarios nacionales está sujeta a normas e instituciones que la regulan de acuerdo con el funcionamiento de los mercados, a los cuales esas instituciones deben proporcionar estabilidad para respaldar sus títulos financieros. Pese a ello, las autoridades monetarias y los bancos frecuentemente expanden dicha liquidez por decisiones discrecionales (cubrir déficits) o especulativas (incremento de ganancias), que exponen a la debilidad a las instituciones y contribuyen a la generación de crisis financieras. Estas se caracterizan por ser procesos endógenos -es decir, derivados del propio funcionamiento económico- y cada vez más recurrentes en la economía de mercado. Frente a esta inestabilidad y para regular la creación de dinero se ha promovido la

³³ *Ibid.*, pp. 25-28.

³⁴ R. LeRoy Miller; R. Pulsinelli, cit., p. 85.

existencia de un banco central, cuya intervención durante las crisis como prestamista de última instancia ha sido relevante para controlarlas, aunque no las ha evitado. Además, el monto de liquidez disponible en una economía nacional recibe el impacto de choques externos: es la creación de liquidez en el sistema monetario internacional; esto, en el marco actual de desarrollo de economías abiertas, pone de relieve otra función primordial del banco central: regular el tipo de cambio. Así, el banco central es el responsable tanto de la política monetaria como de la política cambiaria en un sistema monetario nacional.

EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL.

En el sistema monetario internacional el dinero lo crean los gobiernos que emiten las monedas o divisas que se usan como reservas y los bancos que conceden créditos en esas monedas.³⁵ Mientras en un sistema monetario nacional cada gobierno tiene la facultad de emisión de moneda y regulación de liquidez, en el sistema monetario internacional es atributo sólo de los gobiernos de los países más desarrollados, cuyas monedas gozan de la confianza y aceptación como medios de pago internacionales. Estas sirven como reservas para respaldar el tipo de cambio de las monedas de los restantes países. Por eso, los bancos de los países emisores de monedas de reservas y los bancos transnacionales que captan recursos en esas monedas, son grandes creadores de dinero mundial. Pero al igual que en el sistema monetario nacional, se requiere mantener la confianza en las monedas que se usan como reservas y que son verdaderamente monedas internacionales.

La capacidad de emisión de moneda de reserva o señoreaje otorga beneficios adicionales al país de origen: ganancias por los créditos; control de la economía mundial; exportación de problemas internos como la inflación doméstica; subordinación política y económica de otros países a una estructura de mercado abierto, que incrementa las ventajas comerciales del país con nivel de capital y desarrollo técnico más alto.³⁶ De aquí la

³⁵ Cfr. Guadalupe Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*. México, UNAM, 1989, p. 12. Por ser una exposición clara y concisa sobre el tema, nos apoyaremos en este texto para el desarrollo del presente apartado.

³⁶ Como escribe Aglietta, los regímenes monetarios "son formaciones históricas insertas en economías-mundo. La divisa clave sólo tiene capacidades reguladoras para desarrollar el esquema de división internacional del trabajo dentro del cual ha adquirido su estado hegemónico y para difundir el modo de crecimiento del país emisor, en tanto que ese

competencia entre los países más desarrollados por imponer su moneda como medio de pago internacional.

Para controlar la expansión de liquidez y evitar la inestabilidad monetaria internacional, así como para distribuirse los beneficios, los principales países acuerdan la base de creación de medios de pago y los tipos de cambio entre sus monedas. El contenido de estos acuerdos, que indican la estructura y forma de operación del sistema monetario internacional, ha evolucionado. En virtud de que el fenómeno del endeudamiento está relacionado con una fase particular, la más reciente, de esa evolución, hay que señalar sus etapas principales y explicar así la génesis, desarrollo y crisis de la economía de endeudamiento internacional.

El sistema monetario internacional se ha basado sucesivamente en los siguientes órdenes: patrón oro clásico, patrón oro en barras, patrón oro cambio, y sistema regulado de monedas sin referencia al oro. Entre éstos han predominado dos regímenes monetarios: el patrón-esterlina y el patrón-dólar. Es decir, regímenes fundados en una divisa clave.

Patrón oro-clásico: su existencia fue concomitante al predominio de Gran Bretaña en la economía mundial. Su hegemonía se basó en sus reservas de capital, su capacidad industrial y mercantil, su fuerza militar y su diplomacia. Conforme a este poderío, organizó un orden monetario internacional que fue instrumento para operar una apertura comercial impuesta al mundo en beneficio inglés.

En 1819, Inglaterra estableció legalmente el patrón oro al aprobar su Parlamento la obligación del Banco de Inglaterra de cambiar papel moneda por cierto peso en oro, a un tipo fijo. Con la adhesión posterior de Alemania, Japón y Estados Unidos, en las postrimerías del Siglo XIX, se generalizó el patrón oro en el mundo hacia 1894 y perduró hasta 1914, cuando estalló la primera guerra mundial.

Con este patrón, a través del mecanismo de ajuste-precio, los países alcanzaban su equilibrio monetario y comercial en las transacciones internacionales. El equilibrio comercial se obtenía así: cuando un país sufría un déficit comercial perdía oro, entonces su efectivo y el crédito disminuían, los precios bajaban; al bajar los precios se incrementaba la competitividad

país cuente con condiciones técnicas y sociales de producción más avanzadas que en otras partes". M. Aglietta, *El fin de las divisas clave. Ensayo sobre la moneda internacional*. México, Siglo XXI eds., 1987, p. 66.

del país deficitario, lo cual aumentaba su capacidad exportadora y le permitía recuperar el equilibrio. Un proceso inverso ocurría con el país que lograba un superávit comercial: recibía oro, aumentaba el efectivo y el crédito, los precios subían, perdía competitividad, disminuía su capacidad exportadora, perdía el superávit y se restituía de nueva cuenta el equilibrio.

37

El equilibrio monetario se lograba así: cuando un país aumentaba su oferta monetaria por compras de activos internos, el tipo de interés bajaba afectando a los tenedores de depósitos en moneda nacional. Estos los intercambiaban por oro en el banco central a un tipo de cambio fijo para comprar otros activos más rentables en moneda extranjera, con un tipo de interés mayor. El resultado era una salida de capitales que reducía la oferta monetaria y aumentaba los tipos de interés. Los restantes países, que registraron una entrada de capitales, incrementaban su oferta monetaria y disminuían sus tipos de interés. Este ajuste monetario entre los países se orientaba a una igualación de los tipos de interés y por consiguiente al equilibrio en el mercado de cambios.

Los bancos centrales asumían la responsabilidad de mantener la paridad entre su moneda y el oro respaldándola con sus activos en metálico; con ello se estabilizaba el crecimiento monetario mundial y su efecto en los precios.

Existía credibilidad en los valores nominales de la paridad libra esterlina-oro. Esta confianza generaba una estabilidad que evitaba el movimiento brusco de activos en divisas: había una clara preferencia por conservar libras esterlinas. Sin embargo, este mecanismo no actuó libre de controles: utilizando la tasa de descuento las autoridades monetarias regulaban el circulante. Así, el Banco de Inglaterra regulaba los cambios y, por esta vía, el flujo de capitales. Cuando se presentaba un déficit en balanza de pagos, el banco elevaba las tasas de interés internas para recuperar oro con la entrada de capital; de esta manera se reducía el crédito al encarecerse y se controlaba la inflación. Cuidaba de no perder reservas metálicas incrementando por el contrario sus compromisos líquidos.

Se producía un alineamiento de las tasas de interés extranjeras a la tasa de descuento del Banco de Inglaterra; ello proporcionaba un movimiento coyuntural de coincidencia de corto plazo en los precios, que eliminaba discordancias desestabilizadoras. Inglaterra mantenía una balanza comercial

³⁷ Cfr. G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 26.

deficitaria que era compensada por los capitales de largo plazo que recibía.³⁸ De este déficit la economía del mundo adquiría las libras esterlinas necesarias para las transacciones comerciales internacionales. En realidad, Inglaterra alternó fases de acumulación-inversión interna con fases de exportación de capitales.³⁹

El problema inherente al patrón oro era la variación de las existencias mundiales de oro, lo cual ocasionaba fluctuaciones en el precio relativo del oro; esto, a su vez, se reflejaba en fluctuaciones en el nivel de precios. El crecimiento de las economías estaba limitado por el nivel de sus reservas exteriores en oro, pues éstas dependían del crecimiento constante de la oferta de oro mundial proveniente de los nuevos yacimientos que se descubrieran. En ello se presentaba una situación asimétrica en la que los países productores de oro adquirían la capacidad de influir en la economía mundial.

Con el desarrollo industrial de otras regiones y países, como Estados Unidos y Alemania, Inglaterra perdió competitividad; su efecto en el déficit comercial la hizo dependiente de capitales de corto plazo; la emisión de libras esterlinas fue excesiva, sus compromisos líquidos sobrepasaron las reservas de oro y el valor del comercio mundial. De hecho, Inglaterra se convirtió en país deudor a partir de 1925. Nueva York competía con Londres en la atracción de capitales y obligaba a Inglaterra a mantener altas las tasas de interés, con un impacto depresivo en su economía. El país se hizo vulnerable y el poder de la libra se deterioró.

En virtud de la dependencia de la economía mundial de las condiciones económicas de Inglaterra, con la erosión de la libra declinó también el patrón oro. La pérdida de la hegemonía inglesa fue acompañada de una rivalidad intensificada entre los países con mayor poder monetario, causando una situación general de inestabilidad, con movimientos de capitales desordenados en el corto plazo. El oro adquirió mayor relevancia frente a la moneda internacional debilitada. La guerra mundial fue otro factor desarticulador del patrón oro: en esta época se detuvo el flujo de créditos, se exigió el pago de otros y se cerraron los mercados libres del oro; los países imprimieron dinero para financiarla abandonando de hecho el patrón oro.

³⁸ Pero de 1870 a 1914, aproximadamente, Inglaterra tuvo superávit en cuenta corriente de 5.2% de su PNB en promedio. P. Krugman, cit., p. 603.

³⁹ M. Aglietta, cit., p. 79.

Este sistema se restauró parcialmente en 1919 por el regreso de Estados Unidos al patrón oro. En seguida, otros países (Gran Bretaña, Italia, Francia y Japón), buscando la relativa estabilidad de los años de vigencia del patrón oro, acordaron en 1922, en la Conferencia de Génova, regresar a él y a la cooperación entre los bancos centrales.

Patrón oro en barras: Fue establecido por Inglaterra en 1925, al regresar este país al patrón oro. Consistió en retirar de la circulación las monedas para evitar su atesoramiento, mientras se dejaba la convertibilidad de los billetes y monedas sólo por barras de oro de gran peso; este patrón permitió un ahorro de oro para fines monetarios.⁴⁰

Surgió para hacer frente a los problemas inflacionarios ocasionados por la emisión de monedas sin respaldo en metálico para sufragar los gastos bélicos, por la acumulación de la demanda de consumidores y empresas durante los años de la guerra, por la disminución de la fuerza de trabajo y de la capacidad productiva, por el incremento del gasto público para la reconstrucción y por las intensas luchas de clases del período. En estas condiciones no se pudieron mantener fijas las tasas de cambio y se permitió su flotación; es decir, sus tasas de cambio se determinaron por el mercado de divisas sin una paridad fija con el oro. A partir de esto, se facilitó la aparición de fugas de capital y movimientos especulativos en contra de las monedas débiles.

El caos monetario de estos años reforzó la convicción de la necesidad de restablecer el sistema de paridades fijas. Para ello se consideró adecuado elevar las reservas monetarias nacionales, pero las existencias totales de oro eran insuficientes para proporcionar las reservas necesarias, por lo que el oro empezó a ser sustituido con reservas en monedas.

Patrón oro cambio: Se estableció antes de 1930,⁴¹ cuando los países empezaron a mantener, además de reservas de oro en barras, saldos bancarios en ciertos países, específicamente en Inglaterra y en Estados Unidos, por ser éstos los centros financieros predominantes. Este sistema servía como mecanismo de compensación que evitaba movimientos del oro; consistía en disponer de activos en dólares y libras, que venían a ser

⁴⁰ G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 28.

⁴¹ "En realidad, los bancos centrales habían empezado a mantener monedas extranjeras como reservas incluso antes de 1914". P. Krugman, cit., p. 602.

monedas de reserva o divisas. Los países fijaban la paridad de sus monedas en términos de las monedas de reserva que tenían un precio fijo en oro.

Si bien este sistema, como el patrón oro clásico, ayudaba a controlar la expansión monetaria, contenía limitaciones similares a las señaladas para ese patrón.

El intento de retornar a paridades fijas obligó a los países a aplicar políticas contractivas, de restricción monetaria, lo cual se complementó con políticas comerciales proteccionistas, pero ambos tipos de políticas provocaron una deflación mundial y el fracaso de este experimento. El país que tuvo más éxito en lograr el retorno a la paridad antigua fue Inglaterra; ello lo consiguió gracias al apoyo de créditos estadounidenses, ya que a este país le convenía la estabilidad monetaria europea. Sin embargo, para Inglaterra tuvo un alto costo: en un contexto nacional de precios más elevados que los existentes antes de la guerra, el restablecimiento de la paridad significó una revaluación de la libra y pérdida de competitividad de sus productos. Así, la restricción monetaria y la menor demanda de exportaciones condujeron a ese país a la recesión.

En este período es claro ya el liderazgo de Estados Unidos en la economía mundial, como fuente de capital internacional. Pero en el campo comercial levantaba barreras arancelarias mediante políticas proteccionistas;⁴² esta ventaja se traducía en la existencia de una economía superavitaria, aunque ello impedía al resto de los países proveerse de suficientes dólares.

Entre 1931 y 1933 se desató una ola de quiebras bancarias en Europa y Estados Unidos. Inglaterra, debilitada por el persistente estancamiento económico y la desconfianza que inspiraba su moneda como reserva, abandonó la paridad oro en 1931, después que los bancos centrales comenzaron a convertir sus depósitos de libras en oro. El mundo presentaba un cuadro general de desorden financiero, la existencia únicamente nominativa del patrón oro y la pérdida de la capacidad de Inglaterra de seguir siendo el eje monetario y político.⁴³ Las consecuencias fueron la reducción de la liquidez internacional, retiros de oro en Estados Unidos, elevación de las tasas de interés en cada país para defender sus reservas y restricciones para las salidas de capitales. Todo lo anterior redundó en un

⁴² Fue el caso del famoso arancel Smoot-Hawley (1930), de gran impacto recesivo en otros países.

⁴³ F. L. Block, cit., p. 30.

bajo nivel de actividad económica y agudización de la depresión, lo cual acabó con el experimento del patrón oro cambio. Estados Unidos separó al dólar del oro en 1933 suspendiendo las exportaciones de este metal, a la vez que devaluaba su moneda; retornó a él en 1934 tras devaluar el dólar, que se cotizó entonces a 35 dólares la onza.

Para defender su participación en el comercio internacional durante los años de entreguerras y de depresión, los países practicaron devaluaciones competitivas, las cuales elevaron los precios monetarios del oro y la oferta monetaria mundial. Se intentaron diversos acuerdos de coordinación que fracasaron, hasta el Acuerdo Tripartita de 1936 que estableció la cooperación entre Estados Unidos, Francia e Inglaterra para imprimir una evolución ordenada a los cambios. El esfuerzo se basó en el restablecimiento del patrón oro, pero la segunda guerra mundial hizo su aparición.

En la restitución de un orden monetario internacional que se perfilaba al finalizar la guerra, fue presentándose con más claridad la necesidad de una institución financiera internacional que fungiera como organismo regulador, a fin de alcanzar la estabilidad y liquidez indispensables, que promoviera el pleno empleo y la estabilidad de precios, que permitiera el equilibrio externo de cada país y la expansión del comercio internacional. Una institución que cumpliera funciones similares a aquellas descritas como propias de los bancos centrales, incluyendo la función de prestamista de última instancia.

Sobre esta idea del banco central internacional se elaboraron dos propuestas, una en Estados Unidos y otra en Inglaterra. Ambas versiones, respondiendo a diferentes intereses, se presentaron en la reunión de expertos que antecedió la Conferencia de 44 naciones en Bretton Woods, donde en 1944 se acordó el nuevo orden monetario internacional. La versión estadounidense estuvo representada por White mientras la inglesa lo fue por Keynes.

El plan inicial de White: Harry Dexter White, funcionario del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, recibió en 1941 el encargo de elaborar el plan para un Fondo de Estabilización Internacional.⁴⁴ En sus primeros diseños propone de hecho un banco y un fondo de estabilización internacionales: el banco tenía las características de un banco central internacional, con poderes extraordinarios para lograr el pleno empleo mundial; el fondo sería una fuente complementaria, cuyos recursos se utilizarían para proporcionar crédito a los países con dificultades en su

⁴⁴ Ibid., pp. 74-79.

balanza de pagos. Así, éstos no tendrían que deprimir sus economías ni perder sus reservas internacionales, pues recurrirían al fondo mientras superaban las dificultades; los países podrían continuar con sus políticas expansivas, compatibles con el pleno empleo mundial.

El banco tendría un gran poder de préstamo, una enorme capacidad para crear liquidez internacional: podría crear crédito, emitir préstamos a un múltiplo de su capital social y vender documentos de deuda en los mercados nacionales. El banco y el fondo tendrían una gran influencia sobre las políticas económicas internas, lo que implicaba cierta pérdida de soberanía para los países. El fondo, por ejemplo, podría impedir las modificaciones de las tasas de cambio, y con 80% de los votos desaprobatorios de alguna medida de política monetaria nacional o de precios, que fuera considerada desequilibradora de la balanza de pagos, el país estaría obligado a cambiarla. Sin embargo, le otorgaba fuerza al control gubernamental de las salidas inconvenientes e "ilegítimas" de capital. De acuerdo con ello, señalaba como requisitos para ingresar al fondo lo siguiente:

"a) No aceptar ni permitir depósitos o inversiones de ninguno de los países miembros, excepto con el permiso del gobierno de ese país; y

b) poner a la disposición del gobierno de cualquiera de los países miembros, cuando así lo solicitara, todas las propiedades de los ciudadanos de ese país en forma de depósitos, inversiones o valores".⁴⁵

Pero este plan fue abandonado por White ante las dificultades previsibles para su aprobación en el Congreso de Estados Unidos, y la idea de un banco central internacional desapareció del plan presentado a discusión, resultó aprobado únicamente la estructura del fondo, sensiblemente modificada en relación al plan original.

La propuesta de Keynes: Mientras White dejaba a un lado su plan original, Keynes llegó a Bretton Woods con la idea de un banco central internacional: lo que propuso fue una cámara de compensación internacional. Ello proporcionaba una capacidad de sobregiro de un país que le hacía disponer de crédito automático cuando caía en déficit de balanza de pagos: "Los déficit o superávit de pagos aparecerían como cargos o abonos en los libros de la cámara de compensación ... La gran cantidad de crédito

⁴⁵ *Ibid.*, p. 78.

disponible significaba que habría escasa presión para el ajuste de los países deficitarios. El hecho de que los países superavitarios acumularían simplemente saldos de créditos en lugar de activos reales, y de que deberían pagar intereses sobre los saldos acreedores por encima de cierta cantidad, significaba que habría una fuerte presión para que los países superavitarios retornaran al equilibrio de la balanza de pagos. En suma, los países superavitarios tendrían que ajustarse inflando sus economías y aumentando sus importaciones, mientras que los países deficitarios tendrían gran libertad para implantar sus propias políticas".⁴⁶

La preferencia de Keynes por el acceso fácil y sin condiciones al crédito y la presión sobre los países superavitarios fueron objeto de negociaciones continuas, y a fin de cuentas la idea de la cámara de compensación tuvo un resultado disminuido en la estructura del fondo.

Lo que se aprobó en Bretton Woods fue una armonización de los intereses estadounidenses por el control e intervención en otros países y en la economía mundial, por un lado, y de los intereses ingleses de acceso a los recursos disponibles para facilitar la expansión interna, por el otro. Ello se plasmó en la creación de dos instituciones: el Fondo Monetario Internacional, destinado a proporcionar créditos para mantener la liquidez y equilibrar la balanza de pagos, y el Banco Mundial, con el fin de impulsar el desarrollo con créditos de fomento. El Fondo se constituyó con la aportación de cada país de una cuota en oro y divisas (una cuarta parte) y en moneda nacional (tres cuartas partes). Los países miembros podían recurrir a ese fondo común para comprar recursos por una cantidad igual a su aportación o más, en cuyo caso debían solicitar préstamos sujetos a una condicionalidad. Esta se traducía en un control de la política macroeconómica del prestatario, que variaba según el grado de condicionalidad: existía condicionalidad alta y condicionalidad baja.⁴⁷ El derecho a usar los recursos y la influencia y capacidad de decisión en estas instituciones estaban en función de la cuota

⁴⁶ *Ibid.*, p. 82.

⁴⁷ Los servicios de condicionalidad baja comprenden los servicios de financiamiento compensatorios y de convertibilidad (para cubrir caídas de ingresos por exportaciones o aumentos en pagos de importación de granos o aumentos en tasas de interés) y los servicios de financiamiento de existencias reguladoras (inventarios que sirven para regular choques en productos). Los servicios de condicionalidad alta comprenden los servicios de acuerdos de contingencias (provee de financiamiento de corto plazo), los servicios de acuerdos ampliados (financiamiento de medio plazo: 3 años) y los servicios de ajuste estructural (para los 62 países más pobres).

aportada, en consecuencia, Estados Unidos fue el país que concentró mayor poder.

El sistema de Bretton Woods se fincó en la convertibilidad de las divisas,⁴⁸ en las tasas de cambio fijas pero ajustables⁴⁹ y en los flujos internacionales de capital para inversión productiva.

Con el Fondo los países establecieron el compromiso de mantener una tasa de cambio constante por la compra-venta de divisas en el mercado interno, a través de la continua intervención de los bancos centrales, para mantener el valor de su moneda. Ello se convertía en mecanismo de control de la oferta monetaria, pues el país que la incrementara sufriría pérdida de reservas internacionales. En algunas situaciones de desequilibrio en la balanza de pagos, un país podría ser autorizado por el FMI para modificar el tipo de cambio.

Se permitían restricciones a la transferencia de capital, e inclusive, "bajo ciertas circunstancias, el Fondo podría condicionar el acceso a sus recursos a la imposición de controles sobre los flujos de capital".⁵⁰ Con ello se protegía a los países de los movimientos desestabilizadores de los capitales privados.⁵¹ Los países que recurrieran al Fondo repondrían el crédito concedido cuando su posición hubiere mejorado.

⁴⁸ "Una moneda es convertible si puede ser usada libremente en transacciones internacionales por ciudadanos de cualquier país. El dólar estadounidense y el canadiense se hicieron convertibles en 1945". P. Krugman, cit., p. 613.

⁴⁹ En los regímenes fijos se dieron las siguientes variantes según su grado de rigidez: de vínculo ajustable, donde el banco central fija la paridad cambiaria, pero se determina un pequeño porcentaje de flotación libre en el mercado dentro de una banda, con intervención eventual del banco central para mantener el tipo de cambio entre el techo y el piso de la banda; vínculo deslizante, en el que el banco central fija tanto el tipo de cambio como una tasa de deslizamiento o porcentaje diario de devaluación. En este caso también opera una franja de fluctuación libre con intervención eventual de la autoridad monetaria.

⁵⁰ F. Block, cit., p. 87.

⁵¹ Por esta razón, "los artículos del Fondo exigían la convertibilidad sólo respecto a los movimientos de la cuenta corriente: se permitía explícitamente a los países restringir las transacciones de capital, siempre que permitieran el libre uso de sus monedas en las transacciones registradas en la cuenta corriente". P. Krugman, cit., p. 613.

Frente a las devastadas economías europeas, en Bretton Woods Estados Unidos impuso su idea del orden monetario internacional, con bases diferentes al anterior. Mientras en el patrón esterlina el oro funcionaba como unidad de cuenta internacional, y lo que se daba era la convertibilidad oro, es decir, las paridades bilaterales eran fijadas con el oro como factor de referencia, en el nuevo orden las paridades bilaterales se establecen con referencia al dólar. Aquí lo que rige es la convertibilidad dólar; se da una jerarquía entre el dólar y las restantes divisas, se convierte en una divisa clave (Aglietta) o divisa reserva o moneda vehicular;⁵² aparecen entonces los tipos de cambio cruzados (la paridad cambiaria de la moneda nacional con otras monedas distintas al dólar se determina con referencia al valor de ambas monedas respecto al dólar). A cambio, Estados Unidos asumió en 1947 el compromiso de comprar o vender oro a razón de 35 dólares la onza, sin contar con la posibilidad de flexibilizar su tipo de cambio; esto serviría supuestamente para restringir la expansión monetaria de Estados Unidos.

Las nuevas instituciones, con su intervención para el ajuste de las balanzas de pagos, se proponían dar certidumbre a los tipos de cambio y evitar las devaluaciones competitivas. Ahora era necesario justificar cada devaluación. Por este procedimiento era posible distinguir los desequilibrios temporales, que se resolvían con préstamos proporcionales a la cuota, de los desequilibrios estructurales, que implicaba la modificación de las tasas de cambio. Pero debido a las limitaciones impuestas a estas instituciones, el sistema creado careció de un mecanismo para determinar la expansión de liquidez internacional. Entonces el dólar se convirtió en fuente de liquidez: los compromisos a la vista de Estados Unidos con el mundo llegaron a ser liquidez internacional. Esta devino en el principal problema para las economías nacionales y en el artificio de control de Estados Unidos sobre la economía mundial. Ya desde entonces, este país trataba de sujetar los préstamos a la ejecución de un programa deflacionario en el país prestatario e impedía a los países miembros el uso libre de los recursos del FMI según sus propias reglas.

⁵² "Una moneda vehicular es aquella que es ampliamente utilizada para establecer contratos por partes que no residen en el país emisor de moneda vehicular". *Ibid.*, p. 371. Es el caso de la llamada moneda N, cuyo tipo de cambio no es fijado por el país emisor y mantiene constante su valor sin necesidad de intervención del banco central. Así "no tiene que sostener ninguna carga en la financiación de su balanza de pagos". *Ibid.*, p. 573. Los restantes países tienen las N-1 monedas, con un tipo de cambio referido a la moneda N.

El régimen de tasas fijas de cambio y el privilegio de emitir moneda de reserva o señoreaje⁵³ le produjeron grandes beneficios a Estados Unidos. Por un lado, las tasas fijas y la convertibilidad oro-dólar le permitían mantener alto el valor del dólar, imponer políticas macroeconómicas y a sus empresas contar siempre con fondos. Por el otro, con el señoreaje Estados Unidos adquiría la ventaja de comprar activos en el extranjero, cubrir sus déficits y exportar la inflación, ya que a mayor emisión de dólares, más dólares salían en forma de divisas.

Sobre estas bases monetarias e institucionales, durante los años cincuenta Estados Unidos pudo reconstruir una economía mundial abierta y multilateral. Para este fin utilizó como medios el rearme y el apoyo a la reconstrucción e integración europea, los cuales posteriormente resultaron adversos para la economía estadounidense. Efectivamente, los gastos militares de Estados Unidos en todo el mundo, si bien contribuían a la expansión de la liquidez internacional,⁵⁴ provocaron un déficit permanente y creciente de la cuenta del gobierno; a esto se unió la aparición de flujos negativos de capital privado por la reanimación de la inversión en el extranjero, ocasionando déficit en la cuenta de capital. La situación empeoró cuando los países europeos, provistos de reservas suficientes, convirtieron sus dólares excedentes en oro, con lo que las reservas de oro de Estados Unidos disminuyeron bruscamente. A este déficit en la balanza de pagos se agregó un agudo deterioro de la balanza comercial, ya que la recuperación

⁵³ Como antes se mencionó, este privilegio consiste en emitir discrecionalmente moneda que goza de confianza internacional, y que por ello mismo no se exige su convertibilidad en oro. Como anota MacEwan, "equivale a girar cheques sobre una cuenta bancaria y operar como si muchos de tales cheques jamás fueran a cobrarse". Arthur MacEwan, cit., p. 43. Es, también como Prebisch opinaba, una forma de apoderarse de una parte del producto mundial sin costo alguno. Cfr. Morris Miller, *¡No basta enfrentarse a la deuda! La crisis de la deuda internacional y los papeles del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional*. México, FCE, 1989; p. 142. Con ese privilegio, el país emisor de divisa reserva puede expandir su oferta monetaria y bajar su tasa de interés, con lo que obliga a los otros países a aumentar también su oferta monetaria para conservar las paridades cambiarias (igualan las tasas de interés para evitar la apreciación de la moneda nacional). De esta manera, la política monetaria del país emisor se convierte en la política monetaria del mundo, con capacidad para determinar la oferta monetaria mundial, mientras los restantes países están limitados para establecer su oferta monetaria nacional.

⁵⁴ Con el Plan Marshall, Estados Unidos llenó de dólares a Europa, y resolvió así la escasez de dólares que tenían esos países para comprar los bienes necesarios durante la reconstrucción.

de las economías europeas le obligaba a enfrentarse a una mayor competencia internacional. Así, los países europeos, antes subsidiarios de la liquidez generada por Estados Unidos con dólares sin el suficiente respaldo metálico, estaban ya en capacidad de disputar su hegemonía monetaria y compartir los beneficios de la creación de liquidez internacional.

Dieron un paso hacia ello cuando declararon la libre convertibilidad de sus monedas eliminando todas las restricciones a los pagos y transacciones corrientes; la mayoría aceptó la convertibilidad en 1958, Japón lo hizo en 1964. Esta convertibilidad facilitó el traslado de dinero entre los países; con ella, los tipos de interés, la política económica y los mercados financieros quedaron más integrados. A partir de entonces las crisis de balanza de pagos sacudieron repetidamente a los países.⁵⁵ El mayor flujo de capitales obligaba a una mayor vigilancia sobre las condiciones financieras externas y los factores de la balanza de pagos, en especial, de la cuenta corriente.

Por otra parte, después de la segunda guerra mundial, como resultado de la necesidad de reordenar la economía y de satisfacer demandas sociales, se buscó fortalecer los objetivos económicos internos. Se respaldaron los sistemas bancarios nacionales y se amplió el financiamiento público basado en títulos; éstos fueron adquiridos por los bancos y se convirtieron en sus principales reservas secundarias. Igualmente, se incrementó la capacidad reguladora de los bancos centrales en sus diversas funciones: supervisión, reglamentación, aseguramiento y prestamista. Con la progresiva integración de los mercados financieros, propiciada por el mayor intercambio de monedas extranjeras a partir de la libre convertibilidad, los bancos centrales controlaron más estrechamente los efectos de las políticas económicas externas sobre la economía nacional para conservar fijo el tipo de cambio y no perder reservas. Con ello fue apareciendo una conflictividad entre el mantenimiento de un equilibrio externo con libre comercio internacional y un equilibrio interno con empleo y crecimiento; esta conflictividad amenazaba la conservación de los tipos fijos.

La libre convertibilidad de las monedas implicó la realización de ajustes en los tipos de cambio entre las divisas que se consideraban subvaluadas o sobrevaluadas; ello abrió un largo período de inestabilidad para la libra esterlina que siguió en franco deterioro a la par de la economía británica y de su proceso de descolonización, y para el dólar, ligado al déficit creciente de su balanza de pagos.

⁵⁵ La crisis de balanza de pagos es "un fuerte variación de las reservas exteriores causada por una modificación de las expectativas acerca del tipo de cambio futuro". P. Krugman, cit., p. 613.

Ante la insuficiencia de oro, los bancos centrales concentraron grandes cantidades de dólares como reservas internacionales, pero en 1959, el déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos creó temor e incertidumbre sobre la capacidad de ese país de convertir los dólares a oro. En 1960 hubo una demanda creciente de ese metal, que obligó a algunos integrantes del Grupo de los Diez a crear el Fondo de Oro con las cuotas en oro de los países miembros, quienes a su vez podían comprarlo; el Fondo estaba bajo la dirección del Banco de Inglaterra. Después se estableció el Acuerdo General de Préstamos, con la finalidad de respaldar a la libra esterlina; además, se estableció un sistema de canje de divisas entre la Reserva Federal y los bancos centrales de los otros países. Para sostener la libra Inglaterra tuvo que establecer un acuerdo de canje, recibió un préstamo de diferentes bancos centrales, y convino con algunos países del Grupo de los Diez que éstos mantuvieran un porcentaje fijo de sus reservas en libras contra un tipo de cambio garantizado. Las dificultades monetarias de Inglaterra se agudizaron cuando en 1964 sufrió una importante crisis en la cuenta corriente.

Después de un breve período de recuperación con superávit en su cuenta corriente, los Estados Unidos empezaron a registrar una salida de capitales. La expansión de los gastos militares (guerra de Viet Nam) y de otros programas gubernamentales, sin incremento de ingresos impositivos, provocó a mediados de los sesenta aumento de precios internos y deterioro del superávit comercial; se aplicó enseguida una política contraccionista que por sus efectos recesivos se cambió inmediatamente a otra política monetaria expansiva: en 1967 Estados Unidos tuvo gran aumento de la oferta monetaria y mayor inflación.

También en 1967 se presentó una gran demanda de oro en el mercado de Londres. A pesar del apoyo otorgado, la libra se devaluó en ese año⁵⁶ y se produjo un ataque especulativo contra el dólar obligando a los países que lo apoyaban a retirarse del mercado del oro; este mercado se cerró en marzo del siguiente año. Posteriormente, se creó un precio dual del oro: uno privado, para comerciantes, establecido por el mercado, y otro oficial, para transacciones entre bancos centrales, a 35 dólares la onza. Lo anterior rompió el vínculo entre la oferta de dólares y el precio del oro, con lo cual se abría la posibilidad de creación de liquidez en dólares e inflación.

⁵⁶ Cfr. Derek Channon, *Estrategia global bancaria*. Madrid, Ediciones Díaz de Santos, 1991; pp. 82-85.

Para contribuir a la estabilidad financiera se planteó la creación de un medio de pago internacional, controlado por el FMI, que incrementara la liquidez y fortaleciera la posición financiera de los países; que sirviera, además, para enfrentar los problemas derivados del déficit en la balanza de pagos sin que implicara pérdida de reservas. Se crearon los Derechos Especiales de Giro (DEG's), en 1967. Los DEG's se basan en operaciones contables por las cuales el país deficitario hace uso, según su cuota, de reservas excedentes de un país superavitario, reservas que luego habrá de restituir con un monto adicional por pago de intereses.⁵⁷

El déficit permanente de la balanza de pagos de Estados Unidos⁵⁸ provocó una invasión de dólares en el mercado internacional.⁵⁹ El exceso de liquidez repercutió en el crecimiento de la inflación mundial y en movimientos especulativos de capital. Los países detentores de reservas en esa divisa buscaban el mayor rendimiento, por lo que una parte era cambiada a otras divisas causando inestabilidad monetaria en Estados Unidos y ataques especulativos contra el dólar. Por ello ese país presionaba para que los países con altos montos de reservas en dólares no exigieran su convertibilidad; lo anterior creó desconfianza en el dólar que derivó en fugas de capital en los años sesenta del orden de los 3,000 millones de dólares anuales,⁶⁰ los cuales se acumularon en los bancos centrales europeos para que el dólar no cayera y Europa no perdiera competitividad. Pese a ello, el precio del oro aumentó. En 1968 se elevaron los impuestos en Estados Unidos y vino una recesión en 1970, con mejoría temporal de la cuenta corriente.

Por otra parte, en los años sesenta surge el euromercado;⁶¹ el cual dio un gran impulso al mercado internacional de capitales. El euromercado es un

⁵⁷ El propósito de los DEG's no se cumplió porque su uso como activo de reserva ha sido más bien complementario, Estados Unidos ha impedido la creación de liquidez a través de DEG's.

⁵⁸ "La posición de la balanza de pagos de los Estados Unidos fue el tema dominante de la política monetaria internacional de 1958 a 1973". F. Block, cit., p. 211.

⁵⁹ "Dentro de la estructura canónica del sistema de Bretton Woods el déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos era, efectivamente, la única fuente de creación neta de liquidez internacional para el resto del mundo." M. Aglietta, cit., p. 117.

⁶⁰ *Ibid.*, p. 92.

⁶¹ Después de la crisis de la libra esterlina en 1957 se desarrolló el mercado mundial de capitales. Esta crisis derivó en la imposición de una serie de restricciones sobre el uso de

mercado de dólares establecido a partir de la flexibilización bancaria en Europa, la que permitió a los bancos residentes en cada nación conceder créditos en moneda extranjera sin cubrir las formas ordinarias de control.⁶² Obtuvieron así mayores facilidades para la expansión crediticia: se convirtieron en grandes creadores de liquidez, provocando un enorme crecimiento de las reservas mundiales de divisas.⁶³ Estos bancos fueron, por

billetes de libras esterlinas entre no residentes en Gran Bretaña; es decir, se prohibió a los bancos del país prestar libras para financiar el comercio no británico. Los bancos londinenses, para no perder su posición predominante en el mercado europeo, constituyeron importantes fondos en dólares y los destinaron para financiar las mismas operaciones comerciales, fuera del alcance de las regulaciones. En el caso de Estados Unidos, los bancos estaban limitados por el impuesto de igualación de intereses que controlaba la salida de capitales al extranjero, por el Programa de Restricción Voluntaria de Créditos Extranjeros, y por la Norma Q, que imponía un techo a los intereses sobre depósitos. Entonces los bancos estadounidenses establecieron sucursales en Europa para atraer y mantener fondos en el extranjero o prestarlos a los propios bancos de Estados Unidos. "Así se creó el mercado de eurodólares a raíz del encuentro entre una necesidad financiera por parte de los bancos mercantiles británicos y una fuente de depósitos en dólares fuera de los Estados Unidos". D. Chanon, cit., pp. 4 y 7. Además, los dólares provenientes de los países árabes exportadores de petróleo se colocaron en esos bancos, con lo cual dieron un gran impulso al mercado de eurodivisas. "En sentido técnico, una eurodivisa es una divisa en depósito fuera de las fronteras del país de origen de la divisa y fuera del control de sus autoridades normativas". Ibid., p. 39. Son depósitos internacionales.

⁶² El euromercado no estaba bajo controles de cambios, requisitos de reservas bancarias y variaciones de tipos de interés, o sobre la oferta de dinero y del crédito. Ibid., p. 8. Es decir, los bancos no estaban sujetos con sus depósitos de divisas a las regulaciones existentes sobre la moneda nacional que controlaban el incremento de la oferta monetaria. Por esta razón, los eurobancos podían ofrecer mayores tasas de interés. En 1974 se formó el Comité de Basilea, a partir del cual se estableció el Concordato de Basilea, que ha emitido disposiciones para la supervisión más estrecha de los bancos multinacionales. Estos bancos extendieron sus actividades *offshore* (operaciones bancarias en el exterior) a través de agencias (oficinas que conceden préstamos, transfieren fondos pero no aceptan depósitos), filiales (oficina del banco extranjero que funciona como banco local, sujeta a las regulaciones locales) y sucursales (banco extranjero localizado en otro país, controlado tanto por la normatividad del país de origen como la del país donde opera).

⁶³ Krugman sostiene que no debe exagerarse el impacto de las eurodivisas en la inflación mundial, ya que estas son "casi dinero" (más bien depósitos a plazo) y no dinero, y porque la mayor parte son depósitos interbancarios. El incremento de eurodivisas no aumenta la base monetaria del país de origen de la divisa. El problema real es que su creación no está bajo control de ningún país, hace menos estable el multiplicador monetario y los bancos centrales tienen mayores dificultades para regular los agregados monetarios en el corto plazo: "La relación entre la base monetaria y los distintos

consiguiente, los principales beneficiarios: "Los bancos comerciales de los países industrializados concentraban en esos años [1971] cerca del 90% de los activos externos bancarios del mundo".⁶⁴ Hacia 1980, el euromercado era el mayor mercado internacional de capitales; su volumen fue creciendo así:

VOLUMEN DEL MERCADO DE EURODIVISAS
(Miles de millones de dólares)

	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1985	1986
Volumen bruto estimado	210	395	595	950	1515	2146	2352	2833	3560
Pasivos a inst. no bancarias	35	80	115	190	325	634	684	822	938
Pasivos a bancos centrales	25	60	80	115	150	1512	1688	2011	2622
Pasivos a otros bancos	150	255	400	645	1040				
Eurodólares en % de obligaciones brutas	78	76	80	74	74	79	80	88	87

FUENTE: Morgan Guaranty Trust Co., en D. Channon, cit., p. 40.

Esa liquidez se dirigía a financiar operaciones especulativas de los bancos, ya que creció más que las necesidades del comercio internacional,⁶⁵ como se muestra en el siguiente cuadro:

agregados monetarios se establece a través del multiplicador monetario, que nos dice cuál es el tamaño del agregado monetario que puede soportar una determinada base monetaria". P. Krugman, cit., p. 710.

⁶⁴ G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 40.

⁶⁵ R. Bryant estimó que en 1964 y 1965, el comercio internacional creció a una tasa compuesta de 12.4% anual, mientras que las transacciones bancarias internacionales crecieron a una tasa compuesta de 26% anual. En P. Krugman, cit., p. 699.

RELACIÓN ENTRE LA LIQUIDEZ INTERNACIONAL
Y EL COMERCIO MUNDIAL DE 1960 A 1988
(Miles de millones de dólares)

Años (a)	Activos externos de bancos comerciales (b)	Importaciones mundiales (c)	(d) = (c) / (b)
1960	14.2 ^{e/}	124.1	8.7
1961	19.3 ^{e/}	128.9	6.7
1962	25.3 ^{e/}	135.6	5.4
1963	29.8	147.7	5.0
1964	38.5	165.0	4.3
1965	44.1	179.6	4.1
1966	51.7	197.6	3.8
1967	59.3	206.9	3.5
1968	79.2	229.7	2.9
1969	119.8	261.4	2.2
1970	149.3	300.6	2.0
1971	203.6	335.8	1.6
1972	250.0	394.0	1.5
1973	375.5	544.1	1.4
1974	467.9	796.4	1.7
1975	567.8	826.9	1.5
1976	700.5	935.7	1.3
1977	889.2	1072.5	1.2
1978	1181.5	1245.3	1.1
1979	1485.5	1567.2	1.1
1980	1808.1	1929.3	1.1
1981	2180.8	1912.0	0.9
1982	2338.2	1804.7	0.8
1983	2409.6	1751.1	0.7
1984	2517.5	1858.9	0.7
1985	2964.5	1890.2	0.6
1986	3718.6	2061.7	0.6
1987	4728.7	2416.7	0.5
1988	5070.5	2789.5	0.6

e/ De 1960 a 1962, cifras estimadas con base en el comportamiento de los bancos de seis países que representaron 74% de los activos externos bancarios mundiales en 1963.

FUENTE: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, en G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 42.

Los resultados negativos en la balanza de pagos estadounidense en 1971 provocaron gran demanda de marcos y desprendimiento de dólares; finalmente, el banco central alemán decidió dejar flotar el marco. En 1971 la venta de dólares alcanzó su mayor nivel; en ese mismo mes Estados Unidos resolvió restringir la venta de oro y se impuso igualmente un arancel de 10 % sobre las importaciones. Se estableció (acuerdo en la Smithsonian Institution, de Washington) un realineamiento de los tipos de cambio: el dólar se devaluó 8% respecto a otras monedas, la cotización de la onza de oro se elevó a 38 dólares y se eliminó el arancel.

Pero el 15 de agosto de 1971, Estados Unidos, con desequilibrio macroeconómico (déficit en cuenta corriente y de capital), declaró la inconvertibilidad del dólar acabando de hecho con el sistema monetario establecido en Bretton Woods, de tipos fijos, e iniciando una operación diferente de los mercados de divisas y financieros: los tipos flotantes.⁶⁶ Con esto se eliminó la ambigüedad que se venía sosteniendo: un sistema monetario fundado en el dólar pero aparentemente sostenido en el principio de convertibilidad-oro.

⁶⁶ En realidad, se instituyeron los siguientes tipos de flotación: flotación limpia, en la cual el banco central no interviene y el tipo de cambio se establece en el mercado según la oferta y la demanda; flotación sucia, en la que el tipo de cambio igualmente se determina en el mercado pero el banco central interviene en última instancia para controlarlo. Dado que los bancos centrales nunca han dejado de intervenir en el mercado de divisas para evitar oscilaciones extremas o ataques especulativos contra la moneda nacional, cada vez más frecuentes por los movimientos de capitales, lo que se generalizó fue un tipo de cambio mixto, flexible e intervenido, con características del tipo de cambio fijo y del tipo de cambio flotante. Los tipos de cambio fluctuantes propiciaron la extensión de otra fuente de ganancia especulativa: el arbitraje. Este consiste en comprar barato y vender posteriormente caro una moneda. Con tipo de cambio flexible se amplía el efecto de la política monetaria, instrumento de intervención del banco central; bajo este régimen los cambios monetarios tienen un efecto mayor sobre el tipo de cambio real, pero también el nivel de precios es más sensible. Por el contrario, con tipo de cambio fijo era poco útil la política monetaria como elemento equilibrante, interna y externamente: la compra de activos nacionales por el banco central aumentaba el volumen (oferta) monetaria y bajaba la tasa de interés, pero debilitaba la moneda nacional en el mercado de divisas. El banco central debía entonces vender reservas internacionales para contraer la oferta monetaria al equilibrio original, y así conservar el tipo de cambio. El país debía subir precios (p) cuando los precios extranjeros (p^*) subían; con ello importaba inflación dado que el tipo de cambio nominal (E) no se movía ($E \cdot p^*/p$). Con tipos de cambio flotantes, en la situación anterior (de incremento en p^*) el tipo de cambio (E) baja automáticamente, es decir, se revalúa la moneda nacional, pero no se importa inflación, conservando así el equilibrio interno y externo.

El deterioro de la cuenta corriente de Estados Unidos en 1972 ocasionó fuga de capitales, de dólares hacia otras monedas. Otro ataque especulativo se dió en 1973: el mercado cerró y el dólar se devaluó 10%; el ataque continuó, el mercado cerró nuevamente y en marzo de ese año abrió con un panorama de monedas flotantes respecto del dólar. Esta situación provisional se convirtió en permanente.⁶⁷ En este proceso, y a partir de esos años, el marco y el yen ganaron importancia como moneda de reserva. Los países industrializados decidieron entonces fortalecer al FMI, pero lo hicieron prestándole recursos en sus propias monedas y no aumentando su cuota, sin renunciar al privilegio de emitir moneda internacional.

El alza de precios en el petróleo indujo en los países industrializados la inmediata reducción de la oferta monetaria,⁶⁸ con esta decisión se abrió el período conocido como “estanflación”⁶⁹. La aplicación de esta política contraccionista elevó las tasas de interés para disminuir la presión inflacionaria, pero con efecto negativo en el crecimiento; en virtud de que llevó al desempleo, se pasó enseguida a políticas fiscales y monetarias expansionistas aprovechando la alta demanda de los países en desarrollo, impulsada por el financiamiento de los dólares petroleros reciclados. Aunque en general esta expansión se detuvo en 1976, Estados Unidos continuó aplicándola para combatir el desempleo; con ello reactivó la inflación, el déficit en cuenta corriente y la depreciación del dólar.

Los acuerdos de concertación de políticas monetarias entre los países industrializados no bastaron para corregir el déficit de Estados Unidos. En 1976, en una reunión del FMI en Jamaica, se sancionó formalmente la eliminación del patrón oro. Se revisó el artículo cuarto del Acuerdo, referente al tipo de cambio; la nueva redacción permitía a cada país escoger su tipo de cambio; además, se recomendaban políticas que fomentaran el crecimiento con estabilidad de precios, siempre bajo cierta vigilancia del FMI. El propio Fondo decidió vender parte de sus reservas de este metal para sustituirlas

⁶⁷ Ibid., pp. 623-628.

⁶⁸ Las tasas de crecimiento monetario de 1973, 1974 y 1975 fueron: en Estados Unidos, de 5.6 a 4.4 y 4.8 respectivamente; en Canadá, de 11.1 a 5.8 y se disparó a 23.1, pero en 1976 bajó a 1.9; Italia, de 24.2 a 11.0 y 12.2; Japón, de 16.8 a 8.6 y 11.2. Pero Gran Bretaña, Alemania y Francia tuvieron cifras ascendentes en esos años. Ibid., p. 651.

⁶⁹ La estanflación era una combinación de estancamiento de la producción e inflación. Se caracterizaba por depresión de la demanda y oferta agregadas y por expectativas de aumento de precios.

con divisas y se hizo una nueva asignación de DEG's. Entonces, como escribe Aglietta, "La completa desaparición de los atributos monetarios del oro... permitió el auge de una economía de endeudamiento internacional, fundada sobre el dólar y a la vez, ejecutora de las funciones monetarias internacionales del dólar".⁷⁰

En ocasiones, los países industrializados trataban de detener la desvalorización del dólar ofreciéndolo en el mercado y comprando su propia moneda, aunque con ello reducían su masa monetaria y elevaban las tasas de interés, pero en 1977-1978, Alemania y Japón expandieron su oferta monetaria para evitar la apreciación de su moneda frente a la depreciación del dólar, ocasionada a su vez por la expansión monetaria de Estados Unidos. Estas acciones derivaron en el aumento de la inflación de los países industrializados y en la mundial.

En estas circunstancias, en 1979 llegó a la presidencia de la Reserva Federal de Estados Unidos, Paul Vocker. Para combatir la inflación, reintegrar la confianza en el dólar y evitar su caída, aplicó una fuerte política de astringencia monetaria, política deflacionista que se extendió a otros países industrializados y que si bien logró disminuir la inflación tuvo consecuencias negativas en el empleo y el crecimiento; lo anterior contribuyó a la recesión mundial que se presentó en los años de 1981 a 1983.

Los años de inflexión, cuando los efectos se empezaron a sentir, y su tendencia ascendente, se advierten en los datos siguientes:

TASAS DE INFLACIÓN EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS
MÁS IMPORTANTES, 1976-1985
(Porcentajes anuales)

País	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Estados Unidos	5.7	6.5	7.6	11.3	13.5	10.4	6.1	3.2	4.4	3.5
Gran Bretaña	16.5	15.8	8.3	13.4	18.0	11.9	8.6	4.6	5.0	6.1
Canadá	7.5	8.0	8.9	9.2	10.2	12.5	10.8	5.8	4.3	4.0
Francia	9.6	9.4	9.1	10.8	13.6	13.4	11.8	9.6	7.4	5.8

⁷⁰ M. Aglietta, cit., p. 114-115. Aglietta ofrece una definición del concepto de economía de endeudamiento internacional: "La economía de endeudamiento internacional es el conjunto de procesos asociados al crédito bancario internacional en dólares. Su principal característica es la de crear medios de pago internacionales sin relación con la balanza de base de Estados Unidos", Ibid., p. 117.

**TASAS DE INFLACIÓN EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS
MÁS IMPORTANTES, 1976-1985**
(Porcentajes anuales)

País	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Alemania	4.5	3.7	2.7	4.1	5.5	6.3	5.3	3.3	2.4	2.2
Italia	16.8	17.0	12.1	14.8	21.2	19.5	16.5	13.1	10.8	9.1
Japón	9.3	8.1	3.8	3.6	8.8	4.9	2.7	1.9	2.3	2.0

FUENTE: OCDE *Economic Outlook: Historical Statistics, 1960-1986*, París, 1987; FMI, *World Economic Outlook*, abril 1989. En P. Krugman, cit., pp. 650 y 660.

Similar tendencia se perfiló en relación al desempleo:

**TASAS DE DESEMPLEO EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS
MÁS IMPORTANTES, 1979-1984**
(Porcentajes anuales)

País	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Estados Unidos	5.8	7.0	7.5	9.5	9.5	7.4
Gran Bretaña	5.0	6.4	9.8	11.3	12.4	11.7
Canadá	7.4	7.4	7.5	10.9	11.8	11.2
Francia	5.9	6.3	7.4	8.1	8.3	9.7
Alemania	3.2	3.0	4.4	6.1	8.0	7.1
Italia	7.6	7.5	7.8	8.4	9.3	9.9
Japón	2.1	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7

FUENTE: OCDE *Economic Outlook* 45 (junio de 1989), Tabla R-17. En P. Krugman, cit., p. 656.

Las políticas restrictivas y deflacionistas ejecutadas por Volcker en Estados Unidos elevaron significativamente las tasas de interés por la contención del circulante; el nivel alcanzado por dichas tasas propició la fuga de capitales de otros países, incluso de países en desarrollo. Pero la afluencia de capitales apreció al dólar y con esto agravó el problema de su déficit; además, incrementó la deuda de Estados Unidos.

En 1981, el Presidente Reagan redujo impuestos a personas físicas, impulsó los gastos militares y aplicó recortes a otros programas gubernamentales. El resultado fue un gran déficit público, estímulo fiscal a la economía y la apreciación del dólar, que empujó a las otras economías industrializadas. Efectivamente, con ese estímulo al gasto y al consumo internos, se favoreció a las exportaciones de Japón y Alemania, que incrementaron el superávit en la relación comercial con Estados Unidos. Con

los ingresos excedentarios esos países estuvieron en capacidad de comprar activos estadounidenses; este flujo de capitales revalorizó el dólar e hizo perder competitividad a los productos de Estados Unidos; a ello se agregó la caída de la demanda originada en los países petroleros.

El desequilibrio externo de Estados Unidos frente al gran superávit comercial de Japón creó una conflictiva asimetría: mientras aquél país pedía se estimularan las economías japonesas y alemanas bajo la amenaza de no controlar el deslizamiento del dólar, estos países demandaban la corrección del déficit comercial y presupuestal estadounidense. Pero esas economías no se estimularon y el déficit público de Estados Unidos se convirtió en un gran problema permanente, causante de mayor deterioro de la cuenta corriente: en 1985 se convirtió en deudor neto; en 1986 el déficit de su balanza comercial era de 170 mil millones de dólares frente al superávit de 89 mil millones de Japón y 63 mil millones de Alemania;⁷¹ en 1987 alcanzó su mayor déficit de la posguerra en cuenta corriente, con 35% del PNB.⁷² Lo anterior llevó a la adopción de leyes proteccionistas que obstaculizaban el comercio internacional.

Para evitar los daños derivados de este conflicto comercial y para ajustar las paridades monetarias a los niveles de productividad de los diferentes países industrializados, estas naciones se vieron obligadas a intentar acuerdos de coordinación de sus políticas económicas. Se llevaron a cabo sucesivas reuniones del Grupo de los Cinco (G-5: Estados Unidos, Canadá, Gran Bretaña, Francia y Alemania) y del Grupo de los Siete (G-7), en 1985, 1986 y 1987, en las que se resolvió devaluar el dólar, estabilizar los tipos de cambios y aumentar la intervención de las autoridades monetarias en el mercado cambiario. Pero los acuerdos no se cumplieron: el dólar continuó su caída a pesar de la intervención de los bancos centrales, el proteccionismo se conservó y los incrementos competitivos en las tasas de interés para evitar fugas de capitales continuaron.

El fondo de esta conflictividad era la disputa por la hegemonía monetaria, una lucha en la que Estados Unidos se negaba a perder su carácter predominante, y Europa y Japón presionaban por mayor participación de sus monedas en el escenario mundial para obtener similares ventajas. Desde entonces se empezó hablar de una reforma de sistema monetario internacional y de las instituciones financieras multilaterales:

⁷¹ G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 89.

⁷² P. Krugman, cit., p. 665.

rescatar la idea del banco central internacional, con capacidad reguladora de la creación de liquidez y del flujo de capitales. Hasta el presente, lo que han logrado esos países es compartir privilegios monetarios.

La situación del dólar, el déficit público y comercial de Estados Unidos, los incrementos competitivos de las tasas de interés, el exceso de liquidez proveniente del apoyo al dólar⁷³ y los movimientos especulativos de capitales, ofrecían una imagen de fragilidad de la economía estadounidense y mundial. Esto se reflejó en las bolsas de valores, donde la especulación elevó las cotizaciones sin relación con la situación real de las empresas.

En el marco de incertidumbre provocado por esta inestabilidad comercial, presupuestal y cambiaria; de mercados comercialmente protegidos y mercados financieros desregulados, con mínima vigilancia e intervención de las autoridades monetarias, quienes se limitaban a utilizar las tasas de interés como mecanismo regulador; con el incremento de liquidez generado en forma incontrolada y los países en plena competencia por los capitales, cuyos flujos se desplazaban especulativamente por ganancias de corto plazo, causadas por diferencias de tasas de interés creadas competitivamente para protegerse de dichos movimientos, independientes de las condiciones reales de las economías, se desencadenó la crisis bursátil de octubre de 1987, con la caída de la bolsa de Nueva York a un nivel sólo superado por el crack de 1929.

Este suceso hizo recordar las antiguas crisis económicas mundiales, que parecían cosas del pasado. Con este sacudimiento emergía la fuerza de las nuevas condiciones de la economía internacional y de los mercados y capitales financieros; con ello aparecían los tiempos actuales de la fragilidad e incertidumbre financiera y las nuevas formas del endeudamiento internacional.

⁷³ “Durante el período de 1985-1987 los activos externos de los bancos comerciales de todos los países crecieron a una tasa media anual de 24%; sólo en 1987, las reservas mundiales de divisas aumentaron de 559 mil millones de dólares a 790 mil millones; se calcula que alrededor de dos terceras partes del aumento se originó en las operaciones oficiales de apoyo al dólar”. G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 95.

2. EL ENDEUDAMIENTO INTERNACIONAL.

Durante los años de vigencia del patrón oro clásico, Gran Bretaña, sede del mismo, se convirtió en la fuente principal de capital internacional: se calcula que entre 1870 y 1914 invirtió más de 5% de su PNB en otros países.¹ El endeudamiento de los países en desarrollo se contraía fundamentalmente con esa nación, que era el centro financiero internacional más importante. Aquí acudían para colocar sus obligaciones, con el respaldo de algún grupo de bancos y agentes financieros de Londres. Los recursos generados por este endeudamiento aseguraban a Gran Bretaña un flujo constante de exportaciones.

Pero cuando esos países se enfrentaban a cambios en sus ingresos por concepto de exportaciones, los países suspendían los pagos de la deuda, suspensiones frecuentes durante el período. Para resolver temporalmente el problema, se presentaban nuevamente en el mercado financiero inglés para obtener fondos con los cuales saldaban los pagos atrasados. Gran Bretaña, por su propia prosperidad, suministraba el ahorro necesario para evitar una situación de crisis de deuda y del comercio internacional.

Al término de la primera guerra mundial, los principales países prestamistas quedaron endeudados: Gran Bretaña y Francia, con deudas de guerra; Alemania con pagos de reparación. Los préstamos internacionales se dificultaron; inclusive, en diversos momentos Gran Bretaña, para fortalecer su balanza de pagos, impidió los préstamos al exterior. Estados Unidos emergió así como el prestamista más importante.

Durante los años veinte se presentaron pocos casos de incumplimiento en el pago de la deuda. Pero a finales de la década, los precios de los productos agrícolas bajaron y los capitales estadounidenses se orientaron hacia el mercado bursátil de Nueva York que ofrecía grandes ganancias; los préstamos al exterior concedidos por Estados Unidos disminuyeron y prácticamente desaparecieron con la depresión de 1929; también se establecieron aranceles para proteger la industria nacional (entre ellos, el ya mencionado arancel Smoot-Hawley).

Sin recursos externos para importar y sin condiciones de mercados foráneos para exportar, los países en desarrollo disminuyeron las importaciones haciendo caer aun más la demanda agregada en los países desarrollados; con ello se agravó la depresión. En consecuencia, los deudores

¹ De hecho, "entre un 25% y un 40% del ahorro británico fue a parar al extranjero entre 1870 y 1914". P. Krugman, cit.; p. 750.

internacionales se vieron en la imposibilidad de cubrir los pagos de la deuda: estalló una suspensión generalizada de pagos a principios de los treinta.

Pero al contrario de la situación de Gran Bretaña en las décadas anteriores, los Estados Unidos no dependían de la operación sana y estable del sistema financiero y del comercio internacionales. En realidad, los préstamos representaban una baja proporción de su capacidad de ahorro y sus exportaciones eran pocas con relación a su producto. En estas condiciones, el mercado de capitales era inelástico, no se continuaba con la transferencia de fondos a los países morosos. Los préstamos privados a los países en desarrollo desaparecieron y no se reanudaron sino en la década de los sesenta.

Para enfrentar la crisis, la mayoría de los países de América Latina adoptaron políticas anti-recesivas: abandonaron el patrón oro, aplicaron tipos de cambio flotantes y políticas monetarias y fiscales expansionistas.

Después de la segunda guerra mundial, el endeudamiento necesario para cubrir los déficits de cuenta corriente se produjo de varias formas:

1. Financiamiento por obligaciones. Los países en desarrollo vendieron obligaciones a ciudadanos extranjeros privados.
2. Inversión extranjera directa. Los extranjeros adquirieron empresas, instalaciones y equipo en el país. Crecieron aceleradamente en los cincuenta y sesenta en países que proporcionaban un alto nivel de renta.
3. Préstamos oficiales. Fue el endeudamiento con las instituciones financieras internacionales (FMI, BM) y con los gobiernos extranjeros, con préstamos concesionales (tipo de interés más bajo) o a las condiciones de mercado (tipo de interés vigente en el mercado).
4. Préstamos bancarios. Fueron los préstamos concedidos por bancos comerciales. A partir de la década de los setenta adquirió importancia esta forma de financiamiento; su crecimiento explosivo estuvo ligado a nuevas condiciones del mercado internacional de capitales y a ciertos acontecimientos.²

También eran frecuentes los préstamos comerciales, créditos concedidos por exportadores extranjeros. Como característica general, éstos se convertían en préstamos oficiales al ser garantizados en su pago por los gobiernos. Dado que la mayor parte del endeudamiento correspondía al

² Ibid., pp. 748-752.

sector público (gobiernos y empresas públicas) y que una gran parte de los préstamos al sector privado adquiría garantía gubernamental, se desarrolló la llamada "deuda soberana".

Es decir, el financiamiento era por deuda (obligaciones, préstamos oficiales y bancarios) o por renta variable (inversión directa).

Entre octubre de 1973 y enero de 1974 el precio internacional del petróleo se cuadruplicó: de 3.01 a 11.65 dólares por barril. Contribuyeron al alza el crecimiento de la demanda mundial, la declinación de la producción petrolera estadounidense y los conflictos bélicos en el Medio Oriente. Con los ingresos significativamente incrementados en forma repentina, los países exportadores de hidrocarburos concentraron en esos años el crecimiento de las reservas internacionales de divisas, las cuales utilizaron para comprar activos más seguros en los países industrializados. Dichas divisas fueron a su vez concedidas en préstamos a los países en desarrollo por los bancos que, ante las tasas de interés negativas existentes en los mercados de los países industrializados, asumieron riesgos para obtener ganancias. Así financiaron el déficit en cuenta corriente del resto del mundo. Esos recursos circularon como petrodólares (dólares reciclados en el mercado de eurodivisas); a partir de entonces fue usual atribuir al incremento de precios del petróleo y a sus beneficiarios, los países exportadores, los problemas financieros en balanza de pagos de los países importadores de hidrocarburos, así como la inflación mundial, pero su incidencia en la creación de liquidez fue mucho menor a lo que comúnmente se creyó. Los datos comparativos de ese impacto así lo indican:

**SUPERÁVIT PETROLERO Y CREACIÓN DE LIQUIDEZ
INTERNACIONAL DE 1970 A 1978
(Millones de dólares)**

Año	<i>Balanza en cuenta corriente de países exportadores de petróleo</i>	<i>Incremento de activos externos de bancos comerciales¹</i>
1967	n.d.	7 600
1968	n.d.	19 900
1969	n.d.	40 600
1970	-985	29 500
1971	1 235	54 300
1972	3 427	55 400
1973	6 136	116 500
1974	66 784	92 400

**SUPERÁVIT PETROLERO Y CREACIÓN DE LIQUIDEZ
INTERNACIONAL DE 1970 A 1978
(Millones de dólares)**

Año	<i>Balanza en cuenta corriente de países exportadores de petróleo</i>	<i>Incremento de activos externos de bancos comerciales¹</i>
1975	33 032	99 900
1976	35 586	132 700
1977	25 185	188 700
1978	-566	292 300

1. De todos los países.

FUENTE: FMI, Estadísticas financieras internacionales; Banco Mundial, Informe Anual. Varios años. En G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 51.

El cuadro muestra que la expansión de liquidez a través de los activos bancarios en el exterior fue notablemente mayor que la disponibilidad monetaria de los países de la OPEP, aún en el año del auge de los precios del petróleo: en 1973 los activos representaban 19 veces el monto del superávit de esos países, en 1974 significaron 1.4 veces más, en 1972 fueron 3.2 veces mayor, en 1976 excedieron por 3.7 veces, en 1977 todavía fueron 7.3 veces más elevados, mientras que en 1978 la diferencia se dispara.

Por consiguiente, la inflación mundial de los primeros años de la década de los setenta no fue resultado del alza de los precios petroleros, sino de la intensificación de la actividad económica de los países industrializados, en su intento de salir de la recesión de 1969-1971,³ y de la cuantiosa emisión de dinero producida con el abandono del patrón oro-dólar en 1971: "Cuando los

³ Esto fue particularmente cierto en 1970, cuando Estados Unidos, para escapar de la recesión de ese año, estimuló el crecimiento reduciendo las tasas de interés para promover la inversión. Esto derivó más bien en una salida de capitales que presionó el dólar a la baja. Krugman, por su parte, lo atribuye a tres causas: incremento del precio del petróleo, que repercutió tanto en las industrias que lo utilizaban como fuente de energía como en los productores que no lo hacían, es decir provocó un aumento general de precios; la fijación de salarios, que absorbía la presión inflacionista mundial acumulada desde los años sesenta; la oferta negativa de algunos productos agrícolas debido a malas cosechas en Estados Unidos y la Unión Soviética. P. Krugman, cit., pp. 649-650.

productores de petróleo comenzaron a incrementar a saltos sus precios, el dinero estaba ahí".⁴

Además, como arriba se mencionó, el destino de esas divisas fueron los propios países industrializados, a través de las inversiones, depósitos y compras comerciales que los mismos países petroleros hacían. Para reducir sus déficits, las economías desarrolladas aumentaron los precios de sus productos manufacturados recuperando parte de los mayores pagos al petróleo; con los depósitos disponían de recursos, convirtiéndose en los más grandes prestamistas. En 1974, por ejemplo, el uso de los ingresos petroleros fue el siguiente:

INGRESOS ESTIMADOS DE LA OPEP EN 1974 Y DESTINO DE LOS MISMOS

	<i>Importe</i> (Miles de millones de dólares)
Ingresos en divisas	105
Importación de bienes y servicios	-50
Superávit en cuenta corriente	55
Inversiones líquidas	37
Depósitos bancarios en dólares y valores del gobierno en E. U.	10.50
Depósitos bancarios en libras y valores del gobierno en G. B.	6
Depósitos en eurodivisas	20.50
Instrumento de petróleo del FMI	2
Préstamos al Banco Mundial y otras instituciones financieras	2.25
Donaciones y préstamos a países en desarrollo	2.50
Préstamos directos a Europa, Japón y Canadá	6.50
Inversiones directas, bienes inmobiliarios, etc.	4.75

FUENTE: Morgan Guaranty Trust, en D. Channon, cit., p. 166.

Sin embargo, quienes argumentan sobre el papel jugado por la OPEP en la expansión de liquidez, han señalado que el saldo neto (depósitos propios en bancos foráneos menos préstamos recibidos) de los países petroleros eran suficientes para cubrir todos los préstamos netos de los bancos de países industrializados a otros países. Así, en 1981, los depósitos ascendían a 160 mil millones de dólares, el saldo neto a 90 mil millones y el endeudamiento neto de los países en desarrollo fuera de la OPEP era de 100 mil millones de

⁴ Martin Mayer, *The Money Bazaars*, citado por Karin Lissakers, *Banca, deudores e instituciones*. México, Ed. Gernika, 1993; p. 49.

dólares aproximadamente. También argumentan que el déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo era correspondiente al superávit de los países petroleros. Los datos para esos años se anotan en el cuadro siguiente:

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO, DE OTROS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO Y DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, 1973-1981.
(Miles de millones de dólares)

Año	Principales exportadores de petróleo	Otros países en vías de desarrollo	Países industrializados
1973	6.7	-11.3	20.3
1974	68.3	-37.0	-10.8
1975	35.4	-46.3	19.8
1976	40.3	-32.6	0.5
1977	29.4	-29.6	-2.4
1978	-1.3	-33.2	14.6
1979	56.8	-49.7	-25.6
1980	102.4	-74.4	-61.8
1981	45.8	-95.0	-18.9

FUENTE: "Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, 1983, 1985, 1986. Los balances por cuenta corriente expuestos arriba no incluyen las transferencias oficiales. Los países incluidos como principales exportadores de petróleo, son aquellos cuyas exportaciones representan al menos dos tercios de sus exportaciones totales, y al menos 100 millones de barriles por año. Las cuentas corrientes globales pueden no sumar cero debido a errores, omisiones y a la exclusión de algunos países (como, por ejemplo, los miembros del bloque soviético [en aquel entonces]). En P. Krugman, cit., p. 754.

Pero lo que mostraba ese déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo era en realidad la presencia de otros problemas específicos en el ámbito comercial.

La aplicación de las políticas recesivas en los países industrializados, que implicó menor demanda de créditos, liberó importantes sumas de capital que, expandiendo la liquidez mundial, se dirigieron hacia los países en desarrollo, los cuales iniciaron un proceso acelerado de endeudamiento.

La disminución de la demanda de capital en los países industrializados empujó a los bancos comerciales a colocar sus excedentes monetarios, desarrollándose una gran competencia entre ellos, aunque por esa competencia disminuyeran su ganancia al bajar el diferencial de interés que cobraban. Así concedieron préstamos con requisitos flexibles y mayor nivel

de riesgo, sin atender la capacidad de endeudamiento.⁵ Los bancos dejaron de ser estrictos en lo referente al destino de los créditos; el nivel soportable de endeudamiento varió conforme el criterio de medición de la capacidad de pago del país: un porcentaje de los ingresos por concepto de exportaciones o según su capacidad productiva total.

Además de la abundancia y de la facilidad crediticia, contribuyó la existencia de tasas internacionales de interés negativas, es decir, inferiores a la inflación mundial:

COMPARATIVO INFLACIÓN MUNDIAL
Y TASA DE INTERÉS.
PROMEDIO ANUAL: 1971-1979
(%)

Año	Inflación mundial	Libor (Real)	Prime (Real)
1976	10.7	5.38	6.73 (-)
1977	11.1	6.00	6.83 (-)
1978	9.4	8.73	9.25 (-)

FUENTE: R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*. México, Ed. Nueva Imagen-SRE, 1988; p. 30, con datos del FMI, *International Statistics*, 1981.

Con el financiamiento externo, estos países mantenían su ingreso nominal para sostener altas tasas de inversión y de consumo hasta alcanzar una tasa de crecimiento de 5.6%; pero esto les generó déficit en balanza de pagos. Al financiar el déficit y la fuga de capitales el sistema bancario internacional expandía la liquidez y disminuía la presión del ajuste (reabsorción del déficit) sobre los deudores.

Posteriormente, la acumulación de deudas exigió una mayor demanda de préstamos, dirigidos ahora al pago de financiamientos anteriores. Los nuevos créditos eran concedidos mayoritariamente por bancos comerciales, los cuales reanudaron en forma masiva los préstamos que prácticamente habían abandonado con la crisis de pagos de inicios de los treinta.⁶ Se

⁵ "En algún momento durante el decenio de 1970, ambas partes habían decidido que la 'capacidad de crédito' era función de la 'disposición del mercado a prestar' y no de las posibilidades de pago del deudor". K. Lissakers, cit., p. 128.

⁶ A partir de esta crisis, se aprobó en 1934 en Estados Unidos la Ley Johnson sobre Suspensiones de Pagos de la Deuda, la cual prohibía a cualquier persona o banco prestar dinero a un país con adeudos pendientes con Estados Unidos.

produjo entonces una tendencia creciente a la privatización de la deuda: de comienzos de los sesenta a finales de los setenta la participación de las fuentes oficiales disminuyó de 59.8 a 12.1 por ciento, la inversión extranjera se redujo de 33.7 a 15.9 por ciento, mientras el financiamiento de bancos y afianzadoras se incrementó de 7.2 a 64.6 por ciento.⁷

Los créditos se concedían a tasas de interés flotantes. Estas eran aplicadas por los bancos debido a su dependencia de los depósitos volátiles de corto plazo: dado que un crédito de mediano o largo plazo concedido con los depósitos de corto plazo debe refinanciarse constantemente, sufre el impacto de la variación de las tasas de interés en el mercado, por lo que su costo tiene que modificarse conforme se ajustan los intereses. Por eso las tasas de interés flotantes tienen una doble estructura: una base flotante que se reajusta periódicamente y un margen fijo sobre la base. Esto fue indispensable cuando el mercado de eurodivisas llegó a ser la principal fuente del financiamiento, por el carácter de los depósitos en ese mercado. Las modificaciones en el costo del dinero eran así traspasadas al deudor. Las tasas de interés variables estaban sujetas por consiguiente a su incremento de acuerdo con las políticas restrictivas de los países industrializados.

Sin embargo, pese a la amplia disposición de créditos, los países en desarrollo no fueron los causantes de la expansión incontrolada de la liquidez mundial porque su participación en la expansión total se redujo. Es decir, la expansión del crédito global fue mayor al crecimiento de los créditos concedidos a esos países, ya que su participación descendió de 33% en promedio, durante el período de 1960-1965, a 18%, durante el período de 1971-1978.⁸

A finales de los setenta se decretó otro aumento en el precio del petróleo, de 13 a 32 dólares. Para esas fechas habían disminuido significativamente los depósitos provenientes de países integrantes de la OPEP: el incremento de sus importaciones por el consumo suntuario a que se entregaron, el aumento de los precios de los productos de los países industrializados y el deterioro del precio del petróleo de los años anteriores, hicieron disminuir sus existencias líquidas superavitarias. El nuevo incremento de los depósitos benefició a los bancos, quienes pudieron disponer de capital para continuar con los préstamos a los países en desarrollo y satisfacer así sus demandas

⁷ K. Lissakers, cit., p. 86.

⁸ G. Mántey, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, cit., p. 52.

crecientes. Pero con el nuevo aumento las políticas recesivas generadoras de altas tasas de interés, control de la inflación y contracción del crecimiento de los países industrializados, se reforzaron.

El endeudamiento de los países en desarrollo corrió aparejado al deterioro de su balanza comercial: las políticas contractivas de los países industrializados disminuían las importaciones para compensar el decremento de las exportaciones, ocasionado por la revaluación de su moneda ante la entrada masiva de capitales que seguían las altas tasas de interés. Además, el deterioro de su capacidad competitiva les obligaba a adoptar un proteccionismo comercial. En consecuencia, los países en desarrollo exportaban menos y por ello los precios de sus productos caían. En 1979 comenzó un agudo descenso de los precios de las materias primas que culminó en 1981.⁹

El riesgo de incremento del costo financiero de los préstamos, que durante los años anteriores se habían otorgado en abundancia y con cierta flexibilidad a tasas bajas o negativas, pero flotantes, se hizo realidad cuando entre 1978 y 1982, pero sobre todo en 1981, las tasas de interés se elevaron espectacularmente, como se muestra en el siguiente cuadro:

TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES
1973-1992
(%)

Año	Prime	Libor	Año	Prime	Libor
1973	8.02	9.28	1983	10.80	9.50
1974	10.80	10.72	1984	12.00	10.60
1975	7.86	6.29	1985	9.90	8.20
1976	6.84	5.21	1986	8.30	6.90
1977	6.82	5.87	1987	8.20	6.90
1978	9.06	8.42	1988	9.30	7.80
1979	12.67	11.79	1989	10.90	9.20

⁹ Hay una relación estrecha entre el desequilibrio de la balanza de cuenta corriente y el proceso de endeudamiento. Se puede determinar la fuente de éste a partir de la identidad $CC = S - I$ donde CC es la cuenta corriente; S es el ahorro interno e I es la inversión. Cuando el ahorro es igual a la inversión ($S = I$), la cuenta corriente está en equilibrio ($CC = 0$), pero cuando el ahorro es inferior al gasto de inversión ($S < I$) entonces se desequilibra la cuenta corriente (-CC). Este déficit ocasionado por una mayor inversión privada debe ser cubierto con recursos externos (préstamos o inversión directa), es decir, con endeudamiento. Una economía nacional en esta situación tiene una restricción externa para el crecimiento. Véase más adelante el marco analítico para una exposición más amplia sobre las fuentes probables del endeudamiento, con base en los componentes de la demanda agregada en las cuentas nacionales.

TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES
1973-1992
(%)

Año	Prime	Libor	Año	Prime	Libor
1980	15.27	13.96	1990	10.00	8.20
1981	18.87	16.79	1991	6.50	4.90
1982	14.90	12.95	1992	6.00	3.63

FUENTE: Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, SHCP; en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n. (Hay pequeñas diferencias con los datos sobre las tasas registrados en el cuadro precedente).

No sólo las tasas de interés se movieron al alza, sino que los plazos de amortización y los períodos de gracia se acortaron. Este fenómeno, junto al descenso de precios de las materias primas y el incremento del valor real del servicio de la deuda por la apreciación del dólar, condujo rápidamente a la incapacidad de pago de esos países. Este problema y la no constitución de reservas suficientes de parte de los bancos -por la liberalidad con que manejaron el crédito hasta el límite permitido por los depósitos- orillaron a los bancos prestamistas al punto de la insolvencia frente a un eventual retiro masivo; de una crisis de liquidez se pasaba a una crisis de solvencia. Los bancos debieron aplicar entonces una brusca restricción de los créditos internacionales y colocaron igualmente a los Estados al borde de la insolvencia. Influyeron también el déficit que los países exportadores de petróleo presentaron en 1981 y 1982, que eliminó la disponibilidad de petrodólares, y la disminución de la tasa de inflación en los países industrializados, que volvían atractivos los rendimientos reales por préstamos localizados en estos últimos países.

La caída de los flujos financieros hacia los países en desarrollo y su reversión a partir de 1983, cuando se registra ya una transferencia negativa,¹⁰ se hace evidente en el siguiente cuadro:

¹⁰ La transferencia neta de recursos de los países acreedores a los deudores, como indicador significativo de la carga del servicio de la deuda para un país, representa el monto de préstamos menos los pagos del servicio de la deuda (capital e intereses) y menos otras salidas netas de capital. En otros términos: $TR = L - S - O$ donde L = préstamos; S = pagos del servicio y O = salidas netas adicionales de capital. Desde la balanza de pagos, representa el superávit de capital menos los pagos de intereses netos; es decir, es el déficit de cuenta corriente, excluyendo los intereses (exportaciones menos importaciones). En P. Krugman, cit., p. 765.

**TRANSFERENCIA DE RECURSOS A LOS PAÍSES EN
VÍAS DE DESARROLLO ENDEUDADOS, 1980-1989.**
(Miles de millones de dólares)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
27.9	49.6	38.2	-8.5	-43.5	-39.2	-23.1	-50.9	-57.7	-66.9

FUENTE: "Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, octubre de 1988 y abril de 1989. Calculado como el déficit por cuenta corriente menos los pagos de intereses al extranjero. La cifra de 1989 se basa en estimaciones. Estas cifras incluyen los préstamos hechos a los países en vías de desarrollo por parte del FMI, así como de otros organismos oficiales". En P. Krugman, cit., p. 765.

En cambio, el incremento de los pagos por concepto del servicio de la deuda se registra en los datos que a continuación se transcriben:

**PAGOS DEL SERVICIO DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES
EN VÍAS DE DESARROLLO, 1977-1985.**
(Miles de millones de dólares)

1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
39.5	57.2	75.3	87.9	110.2	119.5	110.7	126.2	131.4

FUENTE: "Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, abril de 1985, Tablas 44 y A46. Los pagos del servicio de la deuda que se indican aquí, incluyen todos los pagos de los intereses más los del capital de la deuda con un vencimiento superior a un año". En P. Krugman, cit., p. 758.

La crisis financiera internacional estalló el 12 de agosto de 1982, cuando México notificó a sus acreedores internacionales que, por agotamiento de sus reservas, no estaba en capacidad de cumplir con el calendario de pagos de su deuda externa, extendiéndose el fenómeno a otros países de América Latina.¹¹ El grado de exposición de los bancos multinacionales, sobre todo de los grandes bancos estadounidenses¹², y el nivel de endeudamiento de estos

¹¹ "La crisis de 1982 revela tres razones para los problemas del servicio de la deuda: a) endeudamiento excesivo, donde los recursos se utilizaron para financiar déficit y consumo a tipos de cambio sobrevaluados; b) préstamos excesivos de bancos, concedidos sin satisfacer las pruebas bancarias ordinarias; y c) deterioro de las condiciones de la economía mundial: caída de los precios de las materias primas, declinación de la demanda de productos manufacturados, tasas de interés derivadas", en Rudiger Donbusch et al. (Comps), *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*. México, Fondo de Cultura Económica (Lectura n° 68 de El Trimestre Económico), 1990; p.10.

¹² En agosto de 1982, el monto de los préstamos externos totales de los bancos de Estados Unidos era de 350 mil millones de dólares, equivalente a 520% de su capital, considerando acciones, obligaciones subordinadas y reservas para pérdidas; en los países en desarrollo la cantidad era de 135 mil millones o 200% del capital. En 1985 era de 330

países, exhibían una fragilidad que amenazaba con pérdidas a los bancos y con inestabilidad al sistema financiero internacional. Ambas situaciones se observan en los dos cuadros siguientes:

LAS DEUDAS LATINOAMERICANAS¹
(Miles de millones de dólares)

	<i>Deuda total</i>	<i>Todos los bancos</i>	<i>Bancos de E.U</i>
Argentina	37.5	25.5	11.2
Brasil	89.5	62.8	23.3
Chile	18.0	10.9	5.2
México	85.6	65.5	32.3
Venezuela	31.9	26.8	10.8
Total	263.3	191.5	82.2

1. A junio de 1983.
FUENTE: R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 250.

En los datos anteriores se advierte la condición de grandes deudores de Brasil y México, con 34% y 32.5% respectivamente, y 66.5% conjuntamente, de la deuda total; los compromisos de los principales deudores latinoamericanos con los bancos estadounidenses representaban 31.2% de su deuda global.

DEUDA DE LOS PAÍSES MENOS DESARROLLADOS
(Miles de millones de dólares)

	1973	1977	1980	1984
Deuda en dólares de 1980	130.1	280.3	475.2	710.9
Deudas a largo y corto plazo por regiones				
Africa (excluyendo Sudáfrica)	-----	30.8	50.9	70.7
Asia	30.0	68.7	114.6	179.3
Europa	14.5	37.6	67.2	76.6
Oriente Medio	8.7	21.9	36.3	56.2
Hemisferio Occidental	44.4	109.1	192.6	310.5

FUENTE: R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 250.

mil millones de dólares, es decir representaban 340% de su capital, cantidad menor por el incremento de acciones y de reservas, y la cantidad correspondiente a los países en desarrollo ascendió a 140 mil millones de dólares, pero descendió en proporción a su capital. Cfr. M. Miller, cit., p. 101.

El peligro de una moratoria generalizada movió a los acreedores (bancos, gobiernos e instituciones multilaterales) a establecer acuerdos que aseguraran la continuidad del servicio. Ello se logró con el apoyo del FMI, que utilizaba la condicionalidad de sus préstamos para imponer programas de ajuste dirigidos a incrementar las exportaciones y disminuir la demanda agregada de los países deudores; la estabilización así aplicada tenía como fin obtener resultados prácticos y suficientes en la balanza de cuenta corriente para continuar con los pagos de la deuda. Esto fue facilitado por los deudores, que no establecieron una asociación para negociar colectivamente; se luchaba individualmente por alcanzar las condiciones crediticias que algún país conseguía. Otros que mantuvieron una posición más radical quedaron aislados y finalmente negociaron.¹³ Una posición crítica, llevada a la práctica por Perú, fue la de pagar sólo un porcentaje del ingreso por exportaciones. Esta posición establecía implícitamente la capacidad de pago en función de la trayectoria de los precios internacionales de los productos de exportación. El mismo SELA (Sistema Económico Latinoamericano), en 1984, proponía que por servicio de la deuda estos países nunca pagaran más de una cuarta parte de los ingresos por exportaciones.

En esta región se organizaron reuniones (Conferencia Económica Latinoamericana, de Quito; el Consenso de Cartagena) cuyas declaraciones finales pugnaban por la reforma del FMI, la corresponsabilidad de la deuda, la adecuación del servicio de la deuda a la capacidad de pago, la disminución de las tasas de interés, la extensión de los plazos de vencimiento y de gracia, la fijación de un porcentaje de los ingresos por exportaciones para el pago de la deuda, la capitalización de intereses, separar la deuda antigua de la nueva, la apertura comercial a los productos locales en los países industrializados, créditos frescos, etc.

Con las reestructuraciones de la deuda en 1982, 1983 y 1984, se aliviaron temporalmente las presiones sobre los países deudores, se mantuvo vigente el servicio y el panorama de crisis disminuyó. A esto contribuyó el que en 1984 los países industrializados registraron un crecimiento de 5% y Estados Unidos de 6.8%, las importaciones crecieron más de 8% sobre una base mundial, el valor de las exportaciones de bienes primarios aumentó más de 10%, aunque su precio disminuyó más de 2.5%.¹⁴

¹³ Los países que intentaban tomar un camino diferente estaban amenazados de un embargo de sus activos en el extranjero y eran excluidos de cualquier transferencia de recursos de los organismos internacionales, de los bancos y de otros gobiernos.

¹⁴ M. Miller, cit., p. 20.

Con esto, los países deudores dispusieron de más divisas para el pago del servicio.

Las reestructuraciones se basaban en la renovación de la deuda antigua mediante el aplazamiento de pagos del principal, convirtiendo la deuda de corto plazo en deuda de largo plazo, y en el financiamiento para el pago de servicios o nueva deuda.

En esos años, el número de reestructuraciones fue en ascenso: entre 1975 y 1980 se dieron en promedio 5 anuales, en 1981 fueron 13, en 1983 fueron 26 y en 1985 se llevaron a cabo 31. Los montos ascendieron, de menos de 4,000 millones de dólares en 1980, a más de 50 mil millones en 1983 y a 120 mil millones en 1985.¹⁵ En todos estos casos predominó el enfoque casuístico o de caso por caso. Se basaba en la idea de que el problema de la deuda no se derivaba de la práctica crediticia de los bancos comerciales, que el elemento determinante fueron los choques exógenos en la economía mundial (incremento de los precios petroleros y de las tasas de interés), que el problema era de liquidez y no de insolvencia.

Desde la visión de los organismos financieros internacionales y del gobierno de los Estados Unidos, la crisis se debía a la aplicación de políticas inadecuadas y a la deficiente administración, tales como exceso en el gasto público, sobrevaluación de la moneda, subsidios no selectivos, proyectos desmedidos, controles de precios, proteccionismo e inestabilidad política. De conformidad con eso, en 1983, cuando se aprobó un incremento de 50% de la cuota del FMI, se estableció una política de condiciones estrictas y la necesidad de respaldo financiero de ciertos países miembros para acceder a los recursos. Esto permitía una mayor influencia de esos países en la determinación de políticas internas en otros Estados.

A partir de este razonamiento, se consideraba conveniente acordar paquetes de rescate financiero para aliviar temporalmente a los deudores mientras lograban su solidez financiera. Así, los préstamos se destinaron al pago de intereses vencidos, aunque ello sólo produjo el aumento de la deuda, evitando suspensiones de pagos y dando tiempo a los bancos para constituir reservas suficientes contra pérdidas. La solución del problema se depositaba en el esperado crecimiento rápido de los países industrializados y en el aumento procíclico de los precios de los bienes de exportación de los países en desarrollo. Sin embargo, el proteccionismo persistente de los industrializados y la diferente capacidad de respuesta de los países en

¹⁵ *Ibid.*, p. 4.

desarrollo a las oportunidades transitorias de exportación y de sustitución de importaciones, debilitaron los fundamentos de este enfoque.¹⁶

En 1985 el crecimiento de los industrializados bajó a menos de 3% y el comercio internacional a menos de 4%, la demanda de exportaciones provenientes de los países en desarrollo disminuyó y sólo fue parcialmente compensada por el descenso de las tasas de interés en Estados Unidos, que alivió el costo del servicio de la deuda. Esta situación puso en una situación difícil a las economías endeudadas y reavivó el peligro de una crisis de pagos.

Para garantizar el cumplimiento del servicio de la deuda, en 1985, en Seúl, Corea, durante la reunión anual del FMI y el Banco Mundial, James Baker, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, presentó su plan de solución para la deuda. Se denominaba "Programa para el crecimiento sostenido" y se basaba en un tratamiento individual (por país) y no global (por bloque) de la deuda, sustentado en tres principios:

- a) La exigencia de políticas macroeconómicas para el crecimiento, el ajuste de la balanza de pagos y el control de la inflación, en los países endeudados.
- b) Papel central del FMI y del Banco Mundial en la administración y supervisión del manejo de la deuda, a través de programas de ajuste estructural respaldados con financiamiento multilateral.
- c) Incremento de recursos frescos provenientes de la banca comercial para apoyar los programas de ajuste.

Las políticas que se exigía aplicar en los países deudores comprendían: liberalización del comercio exterior; reformas fiscales en el mercado de trabajo y en el mercado financiero para estimular la inversión privada, nacional y extranjera; eliminación de controles a salarios, precios y tasas de interés, dejando se determinen éstos libremente en el mercado; reducción de la intervención del Estado en la economía y disminución del déficit presupuestal.

En los programas de ajuste estructural se contemplaban créditos del Banco Mundial a los programas ya sancionados por el FMI; también mayor cantidad de créditos comerciales garantizados por el Banco Mundial y más fomento a la inversión extranjera a través de la Corporación Financiera Internacional, del Banco Mundial. En cuanto al financiamiento adicional, el

¹⁶ Ibid., pp. 63-72.

Plan consideraba la cantidad de 47 mil millones de dólares repartidos en tres años, de 1986 a 1988, de los cuales 27 mil millones serían concedidos por los organismos financieros multilaterales y los restantes 20 mil millones provendrían de los bancos privados. Se seleccionaron 15 países en desarrollo para recibir esos recursos.¹⁷

El Plan buscaba evitar la cancelación de préstamos, y se creyó que las reformas estructurales y los nuevos préstamos condicionados a las mismas lo conseguirían. Poco tiempo bastó para que se observara la insuficiencia del Plan Baker. Los ajustes internos llevados a cabo por los países en desarrollo y el financiamiento externo se mostraron incapaces de neutralizar o revertir los efectos de la persistencia del proteccionismo, de las altas tasas de interés, del lento crecimiento de las economías de los países industrializados y del continuo deterioro de los términos de intercambio para los países en desarrollo.

Al fracaso del Plan contribuyeron también los cambios en el valor de mercado de la deuda (bajó de dos tercios a menos de un tercio de su valor en libras, en el período 1985-1989¹⁸) causados por el retraso acumulado de

¹⁷ Los países seleccionados eran: Brasil, México, Argentina, Venezuela, Filipinas, Chile, Yugoslavia, Nigeria, Marruecos, Perú, Colombia, Ecuador, Costa de Marfil, Uruguay y Bolivia. En conjunto su deuda externa en 1985 era de 437.4 miles de millones de dólares; los intereses de ese año eran de 44.5 miles de millones de dólares, que representaba 7.3% en promedio del PNB. La deuda a bancos de Estados Unidos alcanzaba 93.8 miles de millones de dólares, mientras que la deuda al Banco Mundial y al FMI era de 32.6 miles de millones de dólares. Cfr. M. Miller, cit., p. 28. Es decir, el financiamiento total del Plan, en los tres años de su vigencia, era apenas similar al monto de los intereses que en sólo un año debían cubrir los deudores mencionados.

18

VALOR DE LA DEUDA DE PAÍSES EN DESARROLLO EN EL MERCADO: 1985-1989
(Porcentaje del valor en libras)

<i>País</i>	<i>1985 Julio</i>	<i>1986 Enero</i>	<i>1987 Enero</i>	<i>1988 Enero</i>	<i>1989 Enero</i>	<i>1989 Abril</i>
Argentina	60-65	62-66	62-65	30-33	18-19	16-17
Brasil	75-81	75-81	74-76.5	44-47	34-35	34-35
Chile	65-69	65-69	65-68	60-63	60-61	58-59
México	80-82	69-73	54-57	50-52	38-39	41-42
Perú	45-50	25-30	16-19	2-7	5-8	N.D.
Venezuela	81-83	80-82	72-74	55-57	37-38	35-36

FUENTE: John Makin, "Los problemas de la deuda de los países en desarrollo después de siete años", en R. Dornbusch, cit., p. 28.

pagos, la impugnación sobre la legitimidad de la deuda, la falta de certidumbre sobre la economía y las dudas sobre la voluntad política de pago. Otros factores fueron: el reconocimiento de pérdidas bancarias por concepto de dichos préstamos y la disminución de la exposición de los bancos mediante la constitución de reservas, el crecimiento de estas instituciones, las ventas de préstamos y la conversión de deuda en acciones.

En 1986 se celebró en la ONU la conferencia sobre cuestiones monetarias y financieras, en la que los países miembros reconocieron las demandas que sobre el tratamiento de la deuda hacían los países en desarrollo, pero sin mayores consecuencias prácticas.

En la siguiente reunión del FMI-BM, en 1987, los resultados eran contundentes: la deuda se había incrementado, pues los créditos recibidos por los países en desarrollo habían servido solamente para el pago de intereses pero no para la expansión productiva:

PROPORCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA EN EL PIB
AMÉRICA LATINA Y 17 PAÍSES MUY ENDEUDADOS¹

	(%)		
	1980	1982	1987
América Latina	35.3	46.3	60.1
17 Países endeudados	32.8	45.0	63.1

1. Países altamente endeudados identificados por el BM.

FUENTE: R. Dornbusch, cit., p. 37.

Estos países se habían convertido en exportadores netos de capital. La prioridad en el pago de intereses provocó la caída de la inversión, del crecimiento y del nivel de vida :

TRANSFERENCIA DE INTERESES E INVERSIÓN
EN AMÉRICA LATINA: 1970-1988

	(%)	
	1970-1980	1980-1988
Crecimiento	3.1	-0.8
Inflación	36.7	123.0
Inversión (como porcentaje del PIB)	23.5	18.7
Transferencia (como porcentaje del PIB)	-2.6	3.5

FUENTE: FMI y CEPAL, en R. Dornbusch, cit., p. 38.

El riesgo de una nueva crisis de la deuda se presentó cuando varios países suspendieron pagos. Brasil, por ejemplo, dejó de pagar en febrero de 1987. En realidad, al igual que sus intereses, las posiciones de acreedores y deudores eran encontradas. Así, mientras el Grupo de los 24 (G-24) propugnaba reducir la fluctuación de los tipos de cambio, ampliar la liquidez con DEG y aumentar el apoyo financiero del exterior, el Grupo de los 10 (G-10) reafirmaba la conveniencia de los tipos de cambio flotantes.

Por su parte, los organismos multilaterales FMI-BM, para atenuar la crisis, recomendaban a los países industrializados eliminar el proteccionismo y proporcionar financiamiento para el crecimiento de los países prestatarios, mientras que a estos últimos los presionaba para privatizar y abrir sus economías. Entre las políticas que debían aplicar se encontraban: reducir el déficit fiscal, disciplina monetaria, eliminar subsidios, fomentar y apoyar la inversión privada nacional y extranjera, liberalizar el comercio exterior, mantener una tasa de cambio realista, flexibilizar el mercado laboral, no indizar salarios, cancelar trabas impositivas a los productores, abrir el mercado bancario y financiero.

Estas recomendaciones se toparon con el estado de la economía mundial, particularmente de los países industrializados, con sus políticas monetariamente restrictivas, proteccionistas en lo comercial y competitivas en las tasas de interés y el tipo de cambio por el flujo de capitales.

En el marco de la economía mundial y estadounidense, descrito en el capítulo anterior, los países en desarrollo no tenían capacidad de compra y no contribuían, por lo tanto, a solucionar los problemas de los países industrializados. Por ello surgió otro plan que supuestamente resolvería los problemas de la deuda e incidiría positivamente en las economías industrializadas. Fue el llamado Plan Bradley. Este afirmaba que los programas de ajuste implantados en los países deudores, con el propósito de asegurar el servicio de la deuda, habían contribuido al déficit comercial estadounidense. Era necesario entonces disminuir, y no acumular, la deuda, y bajar las tasas de interés. Su Plan, presentado en la Conferencia Internacional de Zurich, en 1986, consistía en que una institución oficial compraría a los bancos comerciales las deudas a precios de descuento, las cuales serían convertidas en bonos de largo plazo y a bajas tasas de interés, emitidos y garantizados por el Gobierno de los Estados Unidos. Las deudas se les cobraría a los países prestatarios a plazos mayores; así éstos obtendrían un margen para el crecimiento y la compra de productos estadounidenses. Implicaba una reducción de 3 puntos a las tasas de interés

sobre la deuda y la condonación anual de 3% del capital adeudado. La condicionalidad de las políticas económicas era similar al Plan anterior.

El problema con este Plan era que la reducción de la deuda por descuento no implicaba financiamiento adicional, es decir, recursos frescos. Se propuso entonces que otra institución o el Banco Mundial garantizara nuevos préstamos de la banca comercial. Con una tendencia a la baja de las tasas de interés, el mecanismo de compra de deuda a descuento era atractivo en cuanto proporcionaría ganancias de capital con valores nuevos negociables.¹⁹ Con operaciones similares en el mercado secundario, los bancos comerciales de Estados Unidos habían obtenido muchas utilidades (se calculaba que en el extenso mercado de compra-venta de préstamos a países en desarrollo se movían 60 mil millones de dólares, por cuyas transacciones los bancos ganaban comisión). Además, con ello los bancos mejoraban su posición

¹⁹ En el mercado de títulos existe una relación inversa entre el movimiento de la tasa de interés y las ganancias de capital: cuando las tasas bajan se dan ganancias de capital por la posesión de un título, ya que el interés pactado se vuelve redituable en cuanto está garantizado por ser fijo, aumenta la demanda del título y éste sube de precio, entonces el poseedor, quien lo adquirió a menor precio, puede venderlo obteniendo una ganancia por el diferencial de precios. El fenómeno contrario sucede cuando las tasas suben: el rendimiento de los títulos resulta inferior, se produce una tendencia a desprenderse de los títulos, su demanda y precio bajan, por lo que hay pérdida de capital ante el precio preexistente en el cual fueron adquiridos. En estas circunstancias, el inversionista especulador compra los títulos cuando están rebajados, con la expectativa del descenso futuro de las tasas de interés considerando que éstas excedieron el nivel en que deben situarse; momento en el cual obtendrá sus ganancias de capital. El rendimiento esperado de un bono será igual al interés establecido más o menos cualquier ganancia o pérdida de capital esperada. Para determinar esta ganancia o pérdida se calcula el precio de mercado del bono con la siguiente expresión: $MV = c / r$ donde c = cupón o interés fijo del bono y r = tasa de interés actual. Este precio vigente de mercado se compara con el precio de adquisición y su diferencia hace la ganancia o pérdida. Al respecto: Wendy Carlin y David Soskice, *Macroeconomics and the Wage Bargain*, Oxford, Oxford University Press, 1992, p. 24 y Richard T. Froyen, *Macroeconomía. Teorías y Políticas*, Bogotá, Mc Graw Hill, 1995, pp. 146-147.

financiera al disminuir su exposición en países endeudados,²⁰ ya que sus acciones se cotizaban más elevadas y obtenían mayor liquidez al no tener que congelar grandes volúmenes de reservas, que en algunos bancos había llegado hasta 50%.

Pero en 1988, con otro ascenso de las tasas de interés, se rechazó la idea del organismo internacional comprador de deudas.

Con el mismo propósito de disminuir el impacto de la deuda, se impulsó otro mecanismo que trajo grandes beneficios a los prestamistas e inversionistas: fue el canje de deuda por acciones de empresas en el país deudor (swaps). Las ventas se hacían a menores precios: por un lado, por la débil situación financiera de las empresas en un contexto de demanda contenida, y por otro, por la pérdida que representaban al vendedor las continuas devaluaciones de la moneda del país deudor. Se calcula que estas operaciones de canje les representaban a los bancos entre 15 y 30 por ciento de pérdida. Comparado con el 33% en promedio de reservas precautorias, quedaba una diferencia de entre 3 y 18 por ciento de utilidades por concepto de reservas no utilizadas. Si se considera que la pérdida en el mercado secundario era de 50% por el descuento aplicado en las operaciones de compra-venta de deuda, se comprende la preferencia por el mecanismo de los swaps.²¹

²⁰ La declinación de la deuda en los balances bancarios tuvo el siguiente comportamiento:

**EXPOSICIÓN DE LOS BANCOS ESTADOUNIDENSES EN CUANTO
A LA DEUDA DE AMÉRICA LATINA: 1985 Y 1988**
(Miles de millones de dólares y porcentaje)

	1985	1985 ⁽¹⁾	1988	1988 ⁽²⁾
	Exposición	Porcentaje	Exposición	Porcentaje
Todos los bancos	80.4	78.9	65.4	48.1
Nueve bancos monetarios	60.5	148.6	45.5	83.9

(1) Exposición como porcentaje del capital.

(2) Septiembre de 1988.

FUENTE: Consejo Federal para el Examen de las Instituciones Financieras, en R. Dornbusch, cit., p. 47.

²¹ G. Mántey, *La inequidad del sistema internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, pp. 104-105.

Sin embargo, también tenía sus limitaciones: el aumento desproporcionado de la cotización de las pocas empresas disponibles para la operación de canje; la devaluación obligada de todos los préstamos bancarios a partir de la devaluación de uno sólo de ellos; la Regulación K, que limitaba la cantidad en que los bancos podían participar en empresas no financieras del exterior (fijada en 20%).

Posteriormente, buscando alivios temporales a la presión de la deuda, se aprobaron otras opciones, tales como: bonos negociables o de "salida", sustitutos de deuda antigua; capitalización de intereses vencidos de los préstamos; ampliación de los límites de la Regulación K, etc.

Frente al fortalecimiento de los bancos, a raíz de la experiencia de la crisis de 1982,²² los países en desarrollo estaban débiles: los precios internacionales de sus productos a la baja, desgaste económico-político interno por la aplicación de programas de ajuste y contracción en las fuentes de financiamiento. En las negociaciones fueron víctimas de las condiciones impuestas a la política económica interna y presas de los intereses particulares de ciertas empresas; en el conjunto de las negociaciones efectuadas, los bancos obtuvieron ganancias. En la concesión de garantías, por ejemplo, los bancos más expuestos, aquellos que prestaron más irresponsablemente, resultaban en mayor medida beneficiados.

Como forma de resarcirse de sus pérdidas, asegurar ganancias e incrementarlas rápidamente, y para aprovechar las condiciones financieras internacionales, los bancos se inclinaron por otra fuente de beneficios: la especulación con divisas; mientras tanto, los países en desarrollo recibían cada vez menos fondos. "En 1987, la contracción del financiamiento externo

²² En 1983, en Estados Unidos se expidió la Ley de Supervisión de los Empréstitos Internacionales, que obligaba a los bancos a constituir reservas contra riesgo por los préstamos a países en desarrollo; esas reservas no serían deducibles de impuestos ni contarían como capital. Pero el gran giro en la constitución de reservas bancarias se dio a partir de 1987, cuando el Citicorp anunció el aumento de sus reservas para pérdidas. Al admitir tal posibilidad de pérdidas rompía con la política establecida hasta esa fecha de mantener el valor en libros de los préstamos con más préstamos, y rompía también con el dogma proclamado de que "los Estados no quiebran". Este nuevo comportamiento favoreció a los bancos, en cuanto disponían inmediatamente de los préstamos a su valor de mercado, los estabilizaba financieramente, y era más bien una operación contable y no desembolso efectivo; por eso todos los bancos lo imitaron. Los bancos europeos y japoneses resultaron menos afectados pues por disposición oficial ya habían prevenido reservas, que en algunos casos era hasta del 50% de los préstamos de dudosa recuperación.

total a los países en desarrollo fue del 10% en términos reales; el financiamiento bancario privado neto, que en 1982 había llegado a ser de 36,500 millones de dólares, en este año se redujo a sólo 2,400 millones, no obstante que el crédito bancario mundial registró un aumento récord del 27%. En 1988, los bancos concedieron 11,800 millones en recursos frescos a los países en desarrollo, pero sólo beneficiaron a un reducido número de ellos".²³

Por su parte, los países deudores optaron por negociar en forma individual, aunque colectivamente presionaron por una ampliación de la capacidad de financiamiento del FMI, a través de dos vías: incremento de cuotas hasta la duplicación del capital y nueva emisión de DEG's hasta por 40 mil millones de dólares (Grupo de los 24). Además del apoyo recibido de algunos bancos a esta propuesta, sucesivamente los gobiernos francés y japonés elaboraron planes de reducción del impacto de la deuda que no fructificaron por la oposición de los restantes países del Grupo de los Siete, particularmente de Estados Unidos. Este país siempre interpretó esos intentos como disputa de la hegemonía del dólar como moneda de reserva. Entre los argumentos manejados para rechazar las propuestas fueron que, con el otorgamiento de garantías en las operaciones de conversión de deuda, se podría terminar financiando los riesgos de la banca comercial, y que los gobiernos deudores se verían menos dispuestos a aplicar los programas de reformas estructurales a su economía.

Pese a todo, en 1989 Estados Unidos presentó el Plan Brady. En este Plan se reconoció el carácter económico, político y social del problema de la deuda. Los objetivos declarados del Plan eran: otorgar beneficios a los deudores disciplinados, reducir el costo y riesgo para los acreedores, estimular las reestructuraciones de la deuda basadas en el mercado y no en la centralización obligatoria, aprovechar mejor las fuentes de capital privado. Reivindicó los elementos estratégicos del Plan Baker: la necesidad de crecimiento en los países deudores, de sus reformas económicas, del suministro de recursos externos y del análisis caso por caso. La intención era fortalecer estos elementos haciendo énfasis, primero, en la adopción de políticas para mejorar los flujos de inversión, fortalecer el ahorro interno y promover el retorno de capitales; y segundo, en el apoyo financiero, eficaz y oportuno, que las instituciones financieras debían proporcionar. Destacaba como un elemento fundamental del Plan la negociación de una renuncia general a las cláusulas de repartición (distribución proporcional de beneficios) y de promesa negativa (no establecer acuerdos negociados

²³ Ibid., p. 108.

individualmente). Esto dejaba en libertad a los bancos para negociar la reducción de la deuda o de su servicio con los países que llevaran a cabo sus compromisos.

Asignaba un papel central al FMI y al BM; estas instituciones multilaterales promoverían "políticas sensatas", suministrarían asesoría y apoyo financiero en la forma de nuevos préstamos para los programas de reducción de deuda o de reposición de reservas utilizadas en las recompras; además, ampliarían su actividad garantizadora para el pago de intereses implicados en las transacciones de reducción de deuda. Proporcionarían recursos antes de concluir acuerdos con los bancos y aún teniendo los países deudores pagos atrasados. Los gobiernos acreedores mantendrían el crédito a las exportaciones y el financiamiento adicional a los países disciplinados, y eliminarían trabas reguladoras; igualmente, los países industrializados mantendrían mercados abiertos y políticas sensatas. Los bancos otorgarían financiamiento oportuno y flexible; en cambio, los países subdesarrollados acordarían con el FMI un programa de ajuste estructural a mediano plazo.

Si el Plan Baker pretendía el pago de todas las deudas, la esencia del Plan Brady consistía en reducir el servicio de la deuda para que los países deudores pudieran reanudar el crecimiento y estimular así la demanda de los países industrializados. La reducción del servicio se persiguió, por un lado, bajando el monto total de deuda con la compra a descuento de la deuda en el mercado secundario y, por el otro, reestructurando el saldo a menores tasas de interés y mayores plazos mediante valores nuevos negociables, en sustitución de préstamos anteriores.

Se contemplaron tres tipos de operaciones de reducción de deuda:

- a) el intercambio de deuda pendiente por bonos de menor valor nominal y con tasas de interés de mercado;
- b) el cambio de deuda por bonos de igual valor nominal pero con tasas menores a las del mercado; y
- c) el canje de deuda por participaciones de capital en empresas del país (swaps).

En 1989, en una reunión del FMI, se aprobó el Plan y se decidió destinar 24 mil millones de dólares de los recursos del FMI-BM para apoyarlo, más la colaboración de Japón por 4 500 millones de dólares. Los países en desarrollo aceptaron el Plan pero demandaron recursos frescos si se quería alcanzar el objetivo de un crecimiento. Por sus antecedentes en la ejecución

de programas de ajuste, México fue el primer país seleccionado para llevar a cabo el Plan.

Los elementos básicos contenidos en estos planes oficiales, anunciados como soluciones verdaderas al problema de la deuda, no ofrecieron una total certidumbre sobre su efectividad y sufrieron desde el comienzo el embate de algunos analistas y banqueros, quienes desde diferentes intereses señalaron insuficiencias en la formulación o ejecución.

Desde esas perspectivas, había dos componentes fundamentales en los planes: un ajuste-estabilización y una reducción voluntaria de la deuda. Ambos programas implicaban obtener recursos, en divisas o excedentes presupuestarios, para el pago del servicio. Para ello, se debían ganar dólares, reducir el gasto o bien tener ingresos adicionales. Para reducir el gasto, debía ajustarse el consumo, la inversión o el gasto de gobierno. Los ingresos adicionales se obtienen elevando impuestos y precios de bienes y servicios del sector público, imprimiendo dinero o emitiendo deuda interna. Para ganar dólares un expediente común es el recorte de importaciones para lograr un superávit.

Sin embargo, el ajuste en el gasto, vía inversión, detiene el crecimiento y propicia la transferencia de recursos hacia el exterior, como ya se anotó. La disminución del gasto corriente provoca tensiones sociales y políticas por el desempleo ocasionado por el despido masivo de trabajadores. La elevación de precios del sector público o eliminación de subsidios provoca inflación. El financiamiento por emisión de deuda acumula el endeudamiento.

En cuanto a la obtención de divisas, la liberación de bienes para exportación no garantiza su venta en los mercados exteriores y está condicionada al incremento de la competitividad. La devaluación, como procedimiento para aumentarla, eleva el valor del servicio de la deuda en moneda nacional, ocasiona inflación porque incrementa el déficit presupuestario y suben los precios de los bienes provenientes del exterior. Al reducirse los salarios reales y la demanda interna, se genera desempleo. Por su parte, la fuga de capitales provoca presiones presupuestales por la necesidad de elevar las tasas de interés para retenerlos en el país; esto incrementa el costo de la deuda. Elevadas tasas de interés y tipo de cambio competitivo para atraer capitales induce a que éstos se concentren en papel y no en inversión real.²⁴

²⁴ Cfr. R. Dornbusch, "La reducción de las transferencias de los países deudores", en R. Dornbusch, cit., pp. 37-44.

En lo referente a la reducción voluntaria de la deuda, se distinguen cuatro planes: recompra en efectivo externamente financiada; recompra en efectivo internamente financiada; intercambio de activos como cambio de un instrumento de deuda por otro instrumento de deuda (bonos); intercambio de activos como cambio de un instrumento de deuda por otro tipo de activo (deuda por acciones).²⁵

El descuento en el precio de la deuda proviene de la posibilidad de usos alternativos a los recursos del servicio de la deuda. Se registra una contradicción en este mecanismo: si el deudor cuenta con dinero el descuento será pequeño y este procedimiento carecerá de importancia; si el deudor no tiene dinero el descuento será grande pero fuera de su alcance. El costo de los recursos para la recompra puede ser muy alto, y para obtener resultados deben ser recursos adicionales.²⁶ También se dice que lo importante para la mecánica de la recompra es la fuente de los recursos, es esto lo que determina en gran medida quién gana y quién pierde. Además, cuanto mayor es la disminución esperada de la deuda, más alto es el precio que demandarán los acreedores, adjudicándose éstos una buena parte de los beneficios de la recompra.

Para la operación del intercambio de deuda es requisito asentar la preferencia en los pagos de la nueva deuda sobre la antigua. El caso de intercambio de deuda por acciones no representa una entrada neta de capital: simplemente se intercambia una clase de pasivo por otro; podría ser más bien una salida de capital, dado que se renuncia al derecho a una corriente futura de servicio de la deuda por el derecho a una corriente futura de ganancias repatriadas, cuyo valor podría ser mayor o menor al servicio de la deuda.²⁷ La remisión de utilidades incrementa el grado de liquidez de la deuda y hay menor control de la salida de divisas.

Bajo estos enfoques se plantearon diversas soluciones: crear una institución internacional de la deuda que administrara los préstamos, los garantizara y dispusiera de los recursos suficientes para suplir a los deudores en el cumplimiento de sus compromisos cuando ellos fueran

²⁵ Cfr. Paul Krugman, "Enfoques para la reducción de la deuda basados en el mercado", en *Ibid.*, p.67.

²⁶ *Ibid.*, p. 72.

²⁷ *Ibid.*, p. 90.

incapaces de hacerlo; o fortalecer al FMI-BM en esta función;²⁸ y el reciclaje de intereses, que implicaba el pago en efectivo de una parte de los intereses vencidos de los créditos comerciales y multilaterales, la capitalización de otra parte, y el pago en moneda nacional para su inversión en el país de la última parte. Esta última propuesta tiene como ventajas la suspensión de la transferencia de recursos al exterior, lo cual favorece la inversión, permite la estabilización de la inflación por la apreciación real del tipo de cambio, crea un contexto empresarial adecuado y favorece a los intereses de los países acreedores ya que promueve sus exportaciones.²⁹

Entre las conclusiones se afirmaba que sólo si la reducción de la deuda es gratuita, suficientemente grande o acompañada de nuevos préstamos, se traducirá en una carga menor.³⁰ Pero al final se impuso la lógica de los planes oficiales basadas en el mercado y la imposición de políticas de ajuste, como los aplicados en México.

Los planes de ajuste sometieron a los países en desarrollo a un deterioro de su nivel de vida y a una mayor subordinación económica y política, pero en este proceso algunos se beneficiaron y no fue precisamente la población de esos países. El endeudamiento, con la amplia disponibilidad de recursos existentes, permitió el crecimiento de los gobiernos, los cuales ampliaron su esfera de actividades y su capacidad interventora en la economía. Muchos gobiernos vivieron económica y políticamente de la deuda; no sólo fueron la corrupción y el derroche de su burocracia, sino el incremento de sus medios de control. El financiamiento externo permitió a los gobiernos, incluyendo a los autoritarios, sostenerse en el poder sin necesidad de aplicar políticas económicas de bienestar social ni democratizar. Incurrieron en déficit fiscal para no afectar a los grupos dominantes, para no variar la estructura impositiva y con ello no redistribuir los ingresos.³¹

²⁸ John H. Makin, cit., p. 23.

²⁹ R. Dornbusch, cit., pp. 58-60.

³⁰ Eugen H. Rotberg, "Enfoques institucionales para el alivio de la deuda", en R. Dornbusch, cit., p. 96.

³¹ Aunque como explicación general es simplista y discutible, la siguiente anotación pone el énfasis precisamente en este aspecto: "Ningún otro conjunto de factores explica mejor la crisis de la deuda que los déficit fiscales en que incurrieron la mayoría de los principales países del hemisferio... En suma, se puede rastrear el origen de la crisis de la deuda en un desequilibrio fiscal y, en última instancia, en una lucha política irresuelta entre grupos rivales que deseaban quedarse con una parte mayor del ingreso". Eduardo

Además de sus préstamos directos y el aval para los créditos a sus grandes empresas estatales, es sabido que algunos gobiernos de América Latina estimularon el endeudamiento con determinadas políticas fiscales y regulaciones bancarias; entre ellas: la deducción fiscal del pago de intereses por deuda externa y el financiamiento con moneda extranjera de préstamos en moneda local; también lo hicieron utilizando a la banca privada, sobre todo cuando se restringieron los créditos o se llegaba al límite del endeudamiento público.

Por su parte, los bancos multinacionales se beneficiaron grandemente en las dos diferentes etapas del problema de la deuda: la del endeudamiento acelerado y en las reestructuraciones. En la primera fase, era frecuente organizar créditos sindicados, coordinados por un banco grande, en el cual hasta los bancos pequeños buscaban ingresar para participar en las utilidades; el banco líder cobraba comisión por la administración del crédito. En la segunda fase, las reestructuraciones se convirtieron en otra fuente de ganancias para los bancos.

Por esta razón, en Estados Unidos se tuvo que cambiar el sistema impositivo sobre las pérdidas e ingresos de los préstamos girados al extranjero. El sistema tributario trataba como dos fondos independientes los ingresos internos y externos, y las pérdidas sobre préstamos al extranjero sólo se podían deducir de los ingresos externos. Los bancos entonces utilizaron el excedente de los créditos tributarios por concepto de préstamos externos para deducirlo de pagos impositivos por otros ingresos externos; con esto los bancos recibían de hecho un subsidio fiscal. Mediante una reforma fiscal en 1986, las ganancias de las ventas de préstamos al extranjero se consideraban como ingresos internos, por lo cual los grandes bancos aplicaban las pérdidas sobre esos préstamos a la deducción de los ingresos internos. Para reducir esa acreditabilidad, en 1989 se estableció que las pérdidas sobre préstamos exteriores tendrían que asignarse tanto a los ingresos internos como externos, según el balance de los préstamos al extranjero y nacionales en la cartera del banco. Para poder descontar, los bancos necesitarían ingresos suficientes de fuentes externas.

Los acuerdos entre países sobre la tributación permitían a los bancos obtener ganancias con los préstamos a los países en desarrollo. Mediante esos acuerdos se determina que si el país donde se realizan las operaciones

Wiesner, "Latin American Debt: Lessons and Pending Issues", Dallas, 1974; en K. Lissakers, cit., pp. 76-77.

retiene impuestos, el país donde reside el banco acredita los impuestos deducidos en el extranjero. Así se evita la doble gravación. Estados Unidos, por su parte, aplica el impuesto a los ingresos consolidados a nivel mundial de las corporaciones. De tal manera que cuando la tasa impositiva en el país de operaciones era alta, el crédito tributario en Estados Unidos aumentaba, y se convertían en ganancia cuando los bancos obtenían suficientes ingresos gravables en otros lugares.

Otra forma en que obtuvieron ganancias tributarias fue con la integración de intereses, que consistía en poner precio a los préstamos para obtener como ganancia neta el importe indicado en la tasa de interés. Así de nueva cuenta se adquirían recibos con una retención más alta, a ser descontada en el país sede de la empresa; con éstos se traspasaba la carga del impuesto retenido del prestamista al prestatario. Igualmente, los capitales fugados eran una fuente de ganancias, por la administración de sus grandes depósitos en subsidiarias de bancos en Miami. Después de la crisis de 1982, los bancos presionaron para obtener mayor garantía de pago, a través de la conversión de las deudas privadas en deudas públicas. Cabe mencionar que una buena cantidad de los préstamos al sector privado de estos países fueron créditos a subsidiarias de empresas multinacionales, las cuales así liberaban capital.³²

La evolución del problema del endeudamiento en el período siguiente y hasta el presente, reprodujo consecutivamente las acciones y el proceso de esos años, marcados por múltiples negociaciones, reestructuraciones y nuevos préstamos condicionados a políticas que señalaron una orientación específica en la teoría y práctica económica gubernamental. Con ellos se obtuvieron alivios temporales a la deuda, sobre todo en los casos de condonaciones buscadas afanosamente por los países más pobres, pero en realidad el resultado consistió en diferir el problema y pagar el costo directo (cargos financieros) e indirecto (fragilidad por la dependencia de capitales móviles). El proceso de endeudamiento, con sus características intrínsecas y contextuales arriba expuestas, continuó, el monto se acrecentó y los países en desarrollo quedaron atrapados en un esquema de financiamiento "Ponzi".³³

³² Cfr. *Ibid.*

³³ Es un círculo vicioso de endeudamiento en el que el deudor debe solicitar nuevos préstamos u obtener financiamiento para cubrir compromisos de pago por la deuda correspondiente a préstamos anteriores no saldados, registrándose pese a ello un incremento neto del monto global adeudado.

3. ANÁLISIS TEÓRICO DEL ENDEUDAMIENTO.

La teoría económica integró la explicación del endeudamiento en la parte correspondiente a las crisis financieras, pero éstas carecieron de continuidad teórica, como la ocurrencia de las crisis mismas. Después de que durante el siglo pasado y comienzos del actual (especialmente en 1873, 1893 y 1907) las crisis financieras fueron frecuentes en Estados Unidos, desaparecieron con la crisis bancaria de la depresión de los años treinta y desaparecieron en la teoría económica también. Efectivamente, se consideró que ese tipo de crisis era ya irreplicable con el fortalecimiento del sistema financiero derivado de la depresión, y si en la economía real no existía no tendría por qué estar en la teoría, por lo cual la problemática de las crisis financieras quedó en el pasado.¹

En la versión de la teoría económica que fue convirtiéndose en dominante, como en la orientación de las expectativas racionales, las variables financieras, es decir, la estructura financiera de las empresas y la manera de financiar su operación, se consideraron irrelevantes en la determinación de su valor en el mercado y en el nivel de inversión.²

Pero algunos problemas críticos empezaron a darse en el sistema financiero y bancario a partir de la década de los sesenta. Ellos se caracterizaban por la presión y debilitamiento tanto de las instituciones como del mercado financiero: en 1966 hubo una crisis en el mercado local estadounidense de valores con la liquidación masiva de bonos; en 1970 la crisis fue en el mercado de papel comercial con la quiebra de una gran compañía (Penn Central); en 1974 fue una crisis de endeudamiento de un banco (Franklin National Bank), comprometido en el mercado interbancario del eurodólar y en la especulación de divisas; en 1980 se produjo el caso de la especulación de la plata, cuando las pérdidas se cubrieron con grandes préstamos bancarios llevando a estas instituciones a un alto grado de exposición al riesgo; en 1982 se presentó: la crisis internacional de la deuda, las dificultades de las sociedades de ahorro y préstamo y la quiebra de dos instituciones financieras con repercusión en una crisis de confianza en el sistema bancario; en 1984 la institución de ahorro más grande de Estados Unidos sufrió una corrida.³ En todos estos casos se evitó una crisis financiera

¹Martin H. Wolfson, *Financial Crisis. Understanding the Postwar U.S. Experience*. M. E. Sharpe, Publishers, London, 1986; p. 3.

² Ruddy Santana, "La teoría deuda-deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: una comparación", en *Investigación Económica*, n° 215, México, UNAM, enero-marzo de 1998; p. 46.

³ M. H. Wolfson, cit.; pp. 3-4.

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

por el apoyo oportuno proveniente del gobierno, quien reivindicó así repetidas veces el papel institucional de prestamista de última instancia.

Con los inesperados problemas en el ámbito financiero, se hizo importante y urgente recuperar el estudio de las crisis financieras, y con ello retomar el planteamiento de los teóricos que antes habían aportados elementos para su interpretación.⁴ Sobre la contribución de ellos, otros estudiosos contemporáneos desarrollaron propuestas teóricas para encarar el problema que cada vez era más frecuente y de mayor impacto.

Vistos en conjunto, según Wolfson, se pueden encontrar dos perspectivas analíticas: la del ciclo general de negocios y la perspectiva del mercado de crédito. La primera interpreta las crisis financieras como derivadas del funcionamiento normal de la economía y de los sistemas financieros; es decir, en el curso del ciclo económico, alrededor de la cúspide en la fase de expansión, se presentan algunos procesos endógenos, específicamente el deterioro de las condiciones financieras del sector empresarial, que hacen posible las crisis financieras. La segunda perspectiva plantea que las crisis financieras obedecen a los procesos de demanda y oferta del crédito; es decir, la oferta de crédito cae respecto a la demanda, lo cual implica una ruptura del sistema financiero, donde el papel de los bancos comerciales es determinante.⁵

Algunos de esos teóricos, antiguos y contemporáneos, de las crisis financieras son: Karl Marx, Thorstein Veblen, Rosa Luxemburgo, Wesley Clair Mitchell, Irving Fisher, Hyman P. Minsky, Charles Kindleberger, Allen Sinai, Albert M. Wojnilower y Milton Friedman.

Para los propósitos de este estudio, el marco explicativo del proceso de endeudamiento se construirá tomando como antecedentes las aportaciones teóricas sobre la inestabilidad de Michal Kalecki y John M. Keynes, las propuestas sobre el endeudamiento de Fisher y el análisis de la fragilidad financiera de Minsky, cuya interpretación de las crisis financieras del presente es rica, sugerente y actualizada. Por esta razón será nuestro

⁴ Otros factores fueron: "el reexamen de la relación entre las series de tiempo de producto y dinero en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial... el reestudio de la importancia de las variables financieras en la depresión de los años treinta y ... el desarrollo de nuevas técnicas que han permitido la introducción de las variables financieras dentro de la versión dominante de la teoría neoclásica". R. Santana, cit., p. 46.

⁵ M. H. Wolfson, cit., p. 6.

principal marco de referencia. Y para una fundamentación del análisis del endeudamiento en el ámbito de las relaciones económicas internacionales, específicamente monetarias, nos serviremos de la interpretación hecha por Michel Aglietta.

I. FISHER.

A partir del análisis de la gran depresión elabora una teoría renovada de la deuda-deflación en 1933, mediante la que explica los ciclos económicos a partir de causas endógenas y no como procesos derivados de errores monetarios de las autoridades. En el conjunto de factores concurrentes tanto en las grandes expansiones como en las depresiones, el factor dominante es el sobreendeudamiento, que crea las condiciones para el estallamiento de una crisis general, ligado inmediatamente a una dinámica de deuda-deflación. Este efecto en los precios repercute en otras siete variables: medio circulante, velocidad de circulación del dinero, riqueza neta, ganancias, ventas, confianza de los empresarios y tasa de interés. El conjunto de interrelaciones (acciones y reacciones) que explican el funcionamiento de los ciclos es el siguiente: en una situación de sobreendeudamiento los deudores se ven presionados para obtener efectivo con el cual pagar la deuda, pero:

- "1) La liquidación de la deuda conduce a ventas precipitadas de activos y a
- 2) contracción de la masa monetaria (específicamente de los saldos en cuenta corriente) cuando los préstamos de los bancos son liquidados, y a una reducción de la velocidad del circulante... causa
- 3) una caída en el nivel de los precios, es decir, un aumento del valor de la unidad monetaria... debe haber
- 4) una caída aun mayor en el valor neto de las empresas, precipitando bancarrotas y
- 5) una caída en las ganancias, que casi siempre se convierten en pérdidas... conduce a...
- 6) una reducción en producción, en intercambios y en empleo de mano de obra... conduce a...
- 7) pesimismo y pérdida de confianza, lo cual a su vez conduce al
- 8) atesoramiento y a una caída aun mayor de la velocidad de circulación. Los ocho factores arriba mencionados causan
- 9) complicadas perturbaciones en la tasa de interés -en particular una caída en la tasa nominal de interés, esto es, la tasa expresada en términos de dinero- y un aumento en la tasa real de interés, esto es, la tasa

expresada en términos de las mercancías que pueden adquirirse con el dinero".⁶

En el esquema descrito y en un contexto de depresión, se profundiza progresivamente el endeudamiento: "Mientras más pagan los deudores más deben".⁷ Efectivamente, la caída de precios de los activos por su venta precipitada para liquidar la deuda es siempre mayor que dicha liquidación, en una situación de sobreendeudamiento; es decir, la reducción de la deuda por liquidación se produce a un ritmo menor al de su incremento con el alza del valor de la unidad monetaria provocado por la caída de los precios de los activos.

El sobreendeudamiento se inicia por diversas causas siendo las más frecuentes las nuevas oportunidades de invertir y la posibilidad de obtener grandes ganancias. Comienza en el pico de la fase expansiva del ciclo, cuando el sistema financiero se hace inestable; la fase recesiva sobreviene cuando se intenta liquidar la deuda. Es entonces un proceso que parte de variables monetarias y se extiende a efectos en variables reales (empleo, producto, etc.).

"Por otro lado, Fisher señala que '... con excepción del primero y el último componente de la «lista lógica», esto es, deuda e interés sobre la deuda, *todas las fluctuaciones se generan mediante la caída de los precios*'... Para entender esto... veremos que la teoría del ciclo de Fisher es esencialmente una aplicación de su teoría cuantitativa al caso en el cual la oferta monetaria no alcanza su nivel de equilibrio, luego de una perturbación, debido al fenómeno de la deuda-deflación".⁸

"De modo que, debido a la existencia de sobreendeudamiento, el mecanismo responsable de restaurar el equilibrio entre liquidez real e ingreso real (la caída de P: promedio ponderado de todos los precios[p]) hace el sistema frágil e inestable. La deuda aumenta más y la crisis se profundiza. El modelo se hace explosivo y su completo colapso sólo se puede evitar con la intervención del Estado".⁹

⁶ R. Santana, cit., p. 50.

⁷ I. Fisher, en *Ibid.*, p. 48.

⁸ *Ibid.*, p. 51.

⁹ *Ibid.*, p. 53.

Sin embargo, Fisher no explica cómo una economía llega al sobreendeudamiento ni cuándo la deuda es ya sobredeuda.¹⁰ Para Santana, la razón de esta omisión es que Fisher "en su teoría descuida el análisis de las fuentes normales de ingreso de los 'iniciadores de la deuda'".¹¹ Otras debilidades de su esquema son: la caída de los precios, mencionada en el número 3, incluye precios de activos financieros y de mercancías, "pero una caída significativa en los precios de las mercancías supone que se desarrolle y se mantenga un exceso en la oferta de productos y de mano de obra, lo cual es difícil si estamos todavía en el principio de la crisis". Además, "... el descenso del valor neto de las firmas y el aumento en las bancarrotas acontecen antes de la caída en las ganancias. Pero la caída del valor neto y el aumento de las bancarrotas señalan el declinar de la estabilidad financiera, lo cual es una consecuencia de la caída de las ganancias ... Finalmente, la estructura institucional de hoy en día puede... posponer cuatro de los elementos del proceso deuda-deflación de Fisher... Por tanto, no es sólo mediante la reflación de los precios que el proceso puede ser evitado".¹²

M. KALECKI

Este autor, uno de los economistas más originales e importantes del presente siglo, cuya base teórica es la economía política marxista, postula el principio de la demanda efectiva: las variaciones del nivel de inversión generan variaciones en la demanda efectiva y el producto realizado. Dichas fluctuaciones en la inversión se derivan fundamentalmente de cambios en la tasa de ganancia.

En sus modelos considera solamente los movimientos -expansión- de la demanda agregada, como condición necesaria y suficiente del crecimiento, sin tomar en cuenta los factores de la oferta. Supone que en todo momento el nivel de la actividad económica resulta inferior al nivel potencial que podría lograrse, debido a la existencia de capacidades productivas ociosas aun en el período de auge del ciclo económico.

¹⁰Únicamente considera que el sobreendeudamiento es relativo, en proporción a la riqueza nacional, el ingreso y la oferta de oro. Afirma que no sólo es el monto adeudado, intervienen también los plazos de pago y las condiciones pactadas. *Ibid.*, p. 48.

¹¹ *Ibid.*, p. 49.

¹² *Ibid.*, pp. 53-54.

Para él, tanto el ciclo como la tendencia son fenómenos espontáneos, no inducidos, generados por factores autónomos o endógenos, resultado del juego de las fuerzas del mercado; parte, en consecuencia, de una economía privada, cerrada y monopolística, donde no rige la flexibilidad de los precios ante variaciones de la demanda. El ciclo y la tendencia están determinados por la inversión, la cual induce el movimiento global de la economía. Es decir, el ciclo económico está determinado por el movimiento cíclico de la inversión, y a éste lo determina el movimiento cíclico de la tasa de ganancia.

Lo anterior se debe a las características ambivalentes de la inversión: por una parte expande la demanda efectiva (a través de la producción -encargo- de bienes de inversión y de su multiplicador respectivo) y las ganancias totales realizadas, lo cual afecta positivamente las decisiones de inversión; por otra parte, expande el potencial productivo aumentando el capital (con la entrega de los bienes de producción encargados), por lo que la ganancia disminuye al repartirse entre mayor masa de capital.

Pero la inversión no está en función de la ganancia solamente, también depende de los recursos financieros empresariales:¹³ una parte de la ganancia se distribuye como dividendos a los accionistas, otra parte constituye los ahorros empresariales; pero no todos los ahorros se reinvierten, hay una tendencia a no invertir la totalidad de los ahorros debido a los riesgos inherentes a la inversión.¹⁴

Kalecki introduce el "principio del riesgo creciente".¹⁵ Esto significa que todo proceso productivo inicial, por sus resultados inciertos, implica un riesgo, por lo que éste debe incorporarse en el cálculo de la rentabilidad de la inversión. De la ganancia esperada deberá descontarse la parte porcentual correspondiente al riesgo, así como las partes porcentuales correspondientes a los intereses derivados del endeudamiento en que se incurrió para

¹³ Además, depende de las expectativas asociadas con el progreso técnico: nuevos productos y procesos representan nuevas oportunidades de ganancias, esto estimula las decisiones de inversión. Kalecki introduce progresivamente en su esquema la idea de la ganancia marginal en lugar de la ganancia media, distingue ganancia normal de ganancia real, y por último maneja la tasa de ganancia de la nueva inversión como la tasa que interviene en las decisiones de inversión.

¹⁴ Julio López, *Teoría del crecimiento y economías semiindustrializadas*. México, UNAM, 1991; pp. 183-192.

¹⁵ M. Kalecki, "The principle of increasing risk", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. I, Oxford University Press, (1937), 1990. Este principio establece que el riesgo de la inversión aumenta conforme ésta crece.

financiar la inversión, o bien, si son recursos propios, a los intereses que se dejan de percibir por ese autofinanciamiento.

El hecho relevante es que hay una relación directa entre monto de capital comprometido en la inversión y la tasa de riesgo: a medida que el capital de la inversión es mayor aumenta el riesgo para el inversionista porque crece la exposición a la pérdida de su riqueza; en este caso la tasa de interés probablemente subirá. Cuando hay financiamiento con recursos prestados aumenta la proporción del capital externo respecto del propio, entonces el riesgo del prestamista aumenta y tiende a elevarse el tipo de interés.

"Las consideraciones anteriores permiten determinar el volumen de la inversión. Como a medida que crece el monto invertido también aumentan la tasa de riesgo y la tasa de interés, llegará un momento en el que no resulte rentable proseguir con el proceso inversor. Se trata del punto en el que la eficacia marginal del capital (que se supuso se mantenía constante) es igualada por la suma de las tasas de interés y de riesgo, que crecen a la par que aumentan la inversión".¹⁶

I. M. KEYNES.

En la teoría de la demanda efectiva de Keynes, la inversión es un factor esencial, cuyas oscilaciones explican a su vez las variaciones en el nivel agregado de la actividad económica (producto, empleo y grado de aprovechamiento de los recursos). Pero una característica fundamental de la inversión es su inestabilidad; ésta se deriva de las bases que sustentan las decisiones de inversión: depende de los rendimientos esperados de los bienes de capital que se adquieren. El empresario se construye expectativas a partir de una evaluación subjetiva e incierta del presente; la inversión queda sujeta así a cambios repentinos que modifican su monto y destino.

Otro elemento que contribuye a esta inestabilidad es la figura del especulador. Este surge por las características de la fuente de financiamiento que utilizan las empresas para aumentar su capital y ampliar sus posibilidades de inversión: los mercados organizados de compra-venta de acciones emitidas por dichas empresas, las cuales son adquiridas por personas que desconocen la situación real de las organizaciones empresariales y por especuladores. Los primeros basan sus decisiones en factores circunstanciales (rumores, variaciones coyunturales) o conocimientos superficiales, mientras los especuladores realizan

¹⁶ Eloísa Andjel, *Keynes: Teoría de la demanda y el desequilibrio*, cit.; pp. 62-63.

transacciones dependiendo de las expectativas de variación (alza o baja) del valor de las acciones (motivo especulación). Pero en ambos casos, la inversión no está sustentada en las condiciones de producción y de sus rendimientos probables (motivo empresarial).

En el mercado de capitales el motivo especulación puede predominar sobre el motivo empresarial. Cuando esto sucede se afecta el precio de los activos, los cuales sufren variaciones pronunciadas; con ello se confirman las anticipaciones del especulador y se altera el precio de las acciones. Además, dichos cambios de precios transfieren riqueza entre los accionistas y repercuten en el proceso productivo.

De esta manera, son factores endógenos (inestabilidad de la inversión) y no exógenos los que determinan el valor de la actividad económica.¹⁷

La inversión depende también de la relación entre la tasa de interés y la eficacia marginal del capital: la inversión sólo se realizará si esta última es por lo menos igual a la primera. Pero la incertidumbre sobre la tasa de interés futura crea una preferencia por la liquidez, esto es, una demanda de dinero independiente del nivel de inversión que se quiere realizar. Ciertamente, el hecho que una variación del tipo de interés afecte el valor de un título o instrumento de deuda, así como los intereses que otorga, y que estos puedan resultar en esas circunstancias inferiores al valor y premio establecidos en el momento de la compra,¹⁸ motiva la demanda de liquidez y da lugar a la especulación. En ésta lo que se busca es conocer con anticipación al resto del mercado la tasa de interés futura para obtener ganancias provenientes de operaciones de compra-venta de títulos devaluados o sobrevaluados, en función de las expectativas sobre los cambios en la tasa de interés. Aquí lo importante no es el nivel existente de la tasa de interés de mercado sino su divergencia con la que se considera como nivel aceptable de la misma.

Bajo el enfoque de la inestabilidad de la economía, dependiente de la inestabilidad de la inversión, Keynes formula su teoría del ciclo económico. Concibe que hay dos tipos de movimientos: oscilaciones suaves y cambios agudos; éstos últimos son los que provocan las crisis. Los movimientos se derivan del propio operar de la economía, y son impulsados por variables que acumulan fuerza y actúan en sentido contrario en diversos momentos,

¹⁷ *Ibid.*, pp. 64-67.

¹⁸ Véase nota 19, Capítulo 2, p. 69.

como fuerzas ascendentes y descendentes que se invierten y reemplazan con una secuencia y duración aproximadamente regular.

La fase ascendente responde a expectativas favorables, que promueven la inversión, elevan el ingreso y el consumo, crean un contexto de confianza y optimismo que impulsa mayores inversiones. Sin embargo, este clima favorable tiende a sobrevaluar los rendimientos esperados de las inversiones que se emprenden; cuando los rendimientos reales obtenidos resultan inferiores a los esperados se inicia un proceso de reducción de la inversión, con las consecuencias subsiguientes: caída de la demanda y, a partir de ésta, por el efecto descendente del multiplicador del gasto, reducción del ingreso y de las ganancias. Lo anterior configura un clima de desconfianza no favorable a la inversión, la cual acelera su caída agudizando los efectos mencionados. Finalmente el producto no se realiza, por lo que en el período siguiente vuelve a disminuir el nivel del producto acentuando las previsiones pesimistas; además, por la baja en los rendimientos cae el precio de las acciones trayendo como consecuencia la reducción del consumo (efecto de la riqueza sobre el gasto).

Pero esta fase descendente, aunque crea las condiciones de su repetición, tiene un límite: la reposición del desgastado equipo de producción, que da lugar a un proceso de crecimiento. Efectivamente, cuando la inversión cae por debajo del nivel de depreciación del equipo es necesario efectuar gastos de capital para reponer el equipo productivo. Por eso los períodos de baja y recesión tienen una duración regular marcado por el agotamiento y la inversión de reemplazo del equipo existente.

Estos son ciclos suaves: los movimientos ascendentes y descendentes no son muy abruptos por la presencia de elementos estabilizadores; entre ellos fundamentalmente el nivel de la propensión marginal al consumo, ya que el multiplicador correspondiente es sólo ligeramente superior a la unidad.

"Sin embargo, y pese a la existencia de factores estabilizadores, siempre cabe la posibilidad de un abrupto colapso de la eficacia marginal del capital, que provoca una crisis. Keynes concibe que ésta ocurre cuando como consecuencia de un período de auge que genera gran demanda de recursos para volcar a la inversión y permite que la tasa de interés sea muy elevada, se emprenden inversiones cuyos rendimientos reales resultarán marcadamente menores que los esperados. Esta situación, junto con el alto nivel del tipo de interés, produce la caída violenta de la eficacia marginal del capital...

"A raíz de la caída de la eficacia marginal del capital, la inversión cae y la economía entra en una fase recesiva que... genera el mecanismo de su propia repetición en términos cada vez más fuertes".¹⁹

N. KALDOR.

Este autor establece el principio de la endogeneidad del dinero al afirmar que la oferta monetaria es fundamentalmente una variable endógena al sistema, basado en la existencia del dinero crédito. Este es aquel que sirve como vehículo de deudas.

A partir de la anterior aseveración, Kaldor plantea que los cambios en el gasto producen cambios en la cantidad de dinero; es decir, que las variaciones en la demanda de dinero generan variaciones en la oferta de dinero. Así el incremento en el dinero es la causa, y no la consecuencia, del aumento en la oferta de dinero.

Por esta razón, para controlar la oferta de dinero se debe intervenir sobre su demanda. Esta depende del nivel del producto (demanda para transacciones) y de la tasa de interés (demanda para especular o preferencia por la liquidez). Es decir, el control de la oferta monetaria está limitado tanto por el funcionamiento de la economía como por la preferencia por la liquidez.

"... en el caso de una economía monetaria con alta intermediación financiera, el buen funcionamiento de la actividad económica requiere de la marcha fluida del sistema financiero, esto es, del constante otorgamiento de créditos.

"Es necesario para mantener el flujo de créditos que las deudas se salden. Así puede proseguir sin interrupciones la actividad productiva. Sin embargo, en caso de incumplimiento de pagos, es indispensable que la banca central actúe como prestamista en última instancia para evitar el colapso generalizado que resultaría si las instituciones financieras más importantes quebraran por falta de liquidez".²⁰

¹⁹ Ibid., pp. 64-77.

²⁰ Ibid., pp. 89-90.

H. P. MINSKY.

En el período en que nadie se ocupaba del problema de las crisis financieras, Minsky tuvo el mérito de continuar con su estudio y de llamar la atención sobre la acción de las variables financieras en el acontecer de las dificultades económicas contemporáneas. Se basó en el análisis empírico de la evolución de la economía estadounidense y de las políticas gubernamentales que se aplicaron en diferentes periodos, a partir de la gran depresión del 29.

Expone que las reformas introducidas en el sistema financiero después de esa conmoción económica crearon una estructura de regulaciones y condujeron a una mayor intervención gubernamental, la que se ejerció a través de dos vías: las protecciones de la Reserva Federal y el manejo del déficit del Tesoro. Estas acciones contuvieron los desajustes financieros y evitaron se dispararan crisis y depresiones; por eso, después de 1930 no se ha presentado una profunda depresión. Además, la economía de la posguerra difiere de la existente en los años veinte por el tamaño del gobierno (éste es inmensamente más grande, esto implica un déficit más grande) y hay una deuda gubernamental mucho más prominente, la que se incrementa con los déficits (esto pone un piso a la liquidez y debilita el vínculo entre oferta de dinero y préstamos a las empresas).

Aun con todo, en 1966, 1969-70, 1974-1975, 1980-1981 se presentaron turbulencias en los mercados financieros, acompañadas de una recesión y, después de la intervención de las autoridades monetarias como prestamista de última instancia y del incremento considerable del déficit, de una recuperación seguida de una inflación acelerada, misma que creó las condiciones para otra turbulencia. Cada nueva recesión fue peor que la anterior y cada una de ellas llegó después de una rápida expansión del financiamiento de corto plazo, que la Reserva Federal contenía por considerarlo inflacionario. Por esta razón, a cada una le sucedió una recesión que redujo el crecimiento mientras aumentó el desempleo.

Estos disturbios financieros, recesiones y recuperaciones que caracterizan a la economía desde 1966 conforman los "ciclos económicos". Para entender sus factores causales es necesario contar con una teoría capaz de identificarlos: "Para que una teoría sea útil como guía de una política para

el control de la inestabilidad debe mostrar cómo se genera dicha inestabilidad".²¹

La teoría de este economista fallecido hace pocos años es un modelo basado en la teoría de la demanda efectiva, derivado de los formuladores originales de ese enfoque, tanto de su precursor, Kalecki, como del que la desarrolló y difundió, Keynes. Minsky toma "la teoría del ingreso y de la ganancia de Kalecki y la combina" con la teoría de la inversión de Keynes para elaborar "un análisis poskeynesiano de la esfera financiera".²² Es decir, "... articula el análisis kaleckiano de los precios y del producto con las ideas de Keynes sobre la preferencia por la liquidez y el financiamiento (estructura del endeudamiento, márgenes de seguridad, etc.)".²³

Minsky parte de un estudio crítico de las interpretaciones de Keynes considerando que su pensamiento se había falseado, incluida la lectura hecha por la síntesis neoclásica.²⁴ Minsky construye su armazón teórica "combinando 'una teoría del ciclo de los negocios basada en la inversión, una teoría financiera de la inversión y una formulación modelística explícita de la

²¹ Hyman P. Minsky, *Can "It" Happen Again? Essays in Instability and Finance*. M. E. Sharpe, Inc, Armonk, New York, 1982; pp. xii-xvi.

²² R. Santana, cit., p. 54.

²³ *Ibid.*, p. 72.

²⁴ Minsky critica la fundamentación abstracta de este enfoque calificándolo ahistórico, que bajo fuertes supuestos concibe mercados descentralizados y unidades que funcionan guiadas por sus propios intereses. Pero tal modelo no incorpora, en una economía que se distingue por ser dinámica, situaciones como la propiedad de los activos de capital, acuerdos financieros centrados en los bancos y en la creación del dinero, restricciones por deudas, incertidumbre sobre el futuro, etc. Por esta razón, es un modelo incapaz de generar la inestabilidad. En cambio, la inversión, la propiedad de los activos de capital y la actividad financiera deben estar en el núcleo de una análisis teórico; sólo así la inestabilidad aparece como el resultado normal del proceso económico. H. P. Minsky, cit., p. xii. Para una discusión más amplia con la síntesis neoclásica: H. P. Minsky, "The Current Standard Theory: The After-Keynes Synthesis", en H. P. Minsky, *Stabilizing and Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986; pp. 116-140.

estructura financiera como compromisos de pagos".²⁵ En él no hay una separación entre variables reales y variables financieras.²⁶

En la teoría de la inversión parte de la distinción entre los precios de la producción corriente (precio de oferta, que representa los precios de inversión [P_i] o costo de adquisición para el empresario de los bienes de capital procedentes del fabricante) y los precios de demanda (precios de los bienes de capital existentes e incorporados al proceso productivo [P_k]; corresponden a la valorización de los bienes de capital).

La estructura de los precios de oferta depende de los costos directos, particularmente los costos salariales; sobre los costos directos se calcula un margen que cubre tanto los costos financieros como la ganancia (P). Por su parte, el precio de demanda de los bienes de capital está en función de los ingresos que genera en condiciones normales; es decir, el precio de demanda será igual a la sumatoria de la ganancia anual ²⁷que se espera obtener con el bien de capital, debidamente descontada por la tasa de descuento de ese flujo de ingresos en el tiempo:

$$P_k = P(1)/(1+Td) + P(2)/(1+Td)^2 \dots P(n)/(1+Td)^n \text{ }^{28}$$

En la tasa de descuento influye determinadamente la tasa de interés; la primera debe ser mayor que la segunda, en virtud del riesgo implicado en la operación del bien de capital; es decir, las ganancias previstas o los

²⁵ R. Santana, cit., p. 72. La referencia de Minsky está en: "Financial Crisis and the World Banking System", *Journal of Economic Literature*, septiembre, vol. xxv, 1987, p. 1341.

²⁶ "... cualquier teoría económica que separe aquello que los economistas llaman economía real del sistema financiero sólo puede engañar y sostener juicios falsos sobre el funcionamiento de nuestro mundo; H. P. Minsky, *Can "It" Happen Again? Essays in Instability and Finance*, cit., p. vii. (En adelante, salvo indicación en contrario, las referencias a Minsky corresponden a este texto). "Para que una teoría sea útil en nuestra economía, el proceso de acumulación debe ser el primer aspecto, y la moneda debe estar incorporada en el argumento desde el principio"; Ibid., p. xvii. "Minsky dice que 'Keynes genera una teoría de la inversión de las fluctuaciones en la demanda real y una teoría financiera de las fluctuaciones en la inversión real". M. H. Wolfson, cit., p. 20.

²⁷ Minsky utiliza el término "cuasi renta", que indica las ganancias brutas antes de impuestos más los intereses pagados sobre las deudas empresariales. Es decir, "... son una medida del ingreso bruto de capital e indica la capacidad de las empresas para pagar sus deudas a partir de las rentas generadas". M. H. Wolfson, cit., p. 23.

²⁸ Julio López, *Teoría del crecimiento y economías semiindustrializadas*, cit.; p. 205.

rendimientos futuros asociados al bien de capital son más inseguros que los rendimientos provenientes de un bono, de ahí que $T_d > T_i$. Y dado que el rendimiento nominal del bono depende de la liquidez de la economía (CI), se tiene que $P_k = f(P, CI)$, que indica "que el precio de demanda del bien de capital (P_k) es una función de la ganancia que se espera obtener con ese bien de capital (P) y de la liquidez de la economía (CI), que está fundamentalmente determinada en el corto plazo por la política monetaria".²⁹ Por consiguiente, la inversión es favorable cuando el precio de demanda de los bienes de capital excede el precio de oferta.

La tesis principal de Minsky, la de la fragilidad financiera,³⁰ reside en el proceso de endeudamiento de las empresas: las unidades productivas utilizan fondos internos (ganancias netas) y externos (préstamos bancarios, emisión de bonos y venta de acciones) para la inversión y operación. La decisión de invertir se deposita en este flujo de fondos internos y externos. La relación entre ambos tipos de fondos representa la tasa de endeudamiento; esta es la proporción de ahorros empresariales respecto a la inversión total de la empresa.

La tasa de endeudamiento depende de la facilidad de los préstamos y de su tasa de interés, así como de la propensión al riesgo de prestatarios y prestamistas de los fondos externos, mientras la afluencia de recursos internos depende del estado general de la economía, entre el momento de la decisión de invertir y el término del proyecto. Esto introduce incertidumbre en el proceso de inversión, lo cual se manifiesta como riesgo del deudor y riesgo del acreedor, que hace requerir el establecimiento de márgenes de seguridad. A medida que aumenta el flujo de fondos externos aumenta el riesgo del acreedor.³¹

El nivel de inversión y la tasa de endeudamiento se fijan con estas características del financiamiento interno y externo, como se representan en el diagrama:³²

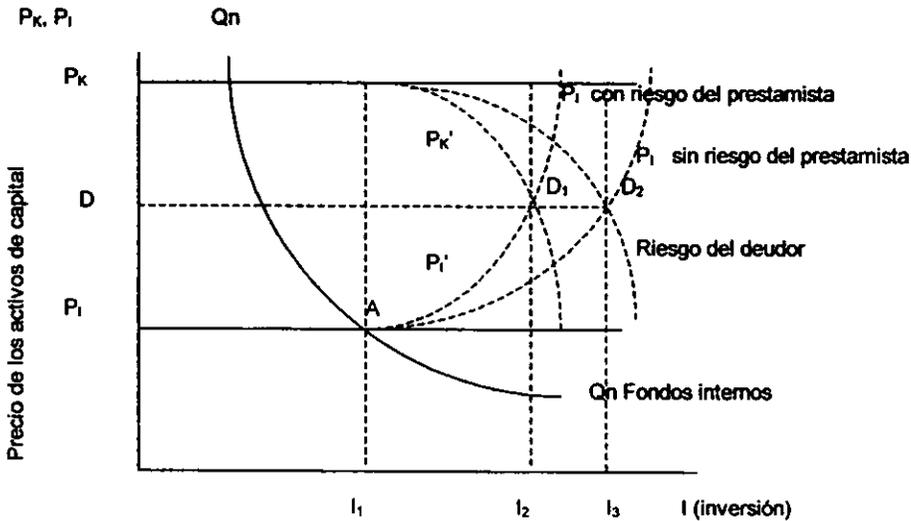
²⁹ Ibid., p. 206.

³⁰ "... para entender la teoría de Minsky es necesario investigar el concepto de fragilidad financiera y el proceso endógeno por el cual se desarrolla". M. H. Wolfson, cit., p. 21.

³¹ R. Santana, cit., pp. 58-59 y Julio López, cit., p. 203.

³² Cfr. H. P. Minsky, cit., p. 79. También en J. López, cit., p. 207 y R. Santana, cit., p. 59.

LA DETERMINACIÓN DE LA INVERSIÓN



Q_n es un estimado de fondos internos, que relaciona el precio de oferta de la inversión (P_i) con la producción de bienes de inversión (Q_i) a través de la ecuación $Q_n = P_i Q_i$. Así, la curva $Q_n Q_n$ es una hipótesis que relaciona los fondos internos esperados con el nivel de inversión: el punto A, lugar donde $Q_n Q_n$ interseca la curva P_i , representa el nivel de inversión que se obtiene con recursos internos. En este punto, el precio de demanda es superior al precio de oferta, por lo que es favorable a la empresa endeudarse. Cuando se incorpora el financiamiento externo el nivel de inversión aumenta hasta el punto D, es decir, el lugar donde la curva de oferta que incorpora el riesgo del acreedor interseca la curva de demanda que incorpora el riesgo del deudor: $P'_k = P'_i$.

Así, I_1 queda determinado como el nivel de inversión basado en fondos internos, I_2 es la inversión total y la diferencia $I_2 - I_1$ es la inversión externamente financiada.

Podemos observar que la curva del precio de oferta del bien de inversión se eleva. Este giro hacia arriba expresa el riesgo del prestamista: cuando se contrata deuda se adquieren compromisos secuenciales de pago; a medida que la deuda es mayor los compromisos aumentan, por tanto el riesgo de incumplimiento de parte del empresario también aumenta; el prestamista

incorpora ese riesgo elevando la tasa de interés³³ y estableciendo condiciones restrictivas de financiamiento. Estas condiciones pueden consistir en restringir dividendos, limitar la contratación de préstamos adicionales, impedir la venta de activos u obligar al mantenimiento de un cierto nivel de riqueza neta. Es decir, el precio de oferta del bien de inversión se eleva conforme aumenta el costo de financiamiento con recursos externos.

También observamos que la curva del precio de demanda desciende progresivamente. Esta caída expresa el riesgo del prestatario. Una condición del endeudamiento es que las ganancias totales esperadas con el bien de capital deben ser mayores a los pagos determinados, así como que el valor presente de las ganancias esperadas, descontando los compromisos de pago derivados de la deuda, sea positivo. Sin embargo, el flujo de ingresos o ganancias que genera el bien de capital instalado no es seguro, y dado que los compromisos de pago están contractualmente establecidos, el margen de seguridad del empresario disminuye. Es decir, el valor de demanda del bien de capital tiende a caer (P'_k) a medida que la inversión excede el nivel de los fondos internos ($I_2 > I_1$). Pero cuando los bienes de inversión "se integran a la empresa, si ellos rinden la ganancia anticipada o esperada, entonces ellos van a ser evaluados no a un precio de demanda (P'_k) sino al precio de demanda original (P_k)... Por tanto, el empresario inversionista obtendrá una ganancia de capital".³⁴

³³ La tasa de interés de corto plazo impacta decisivamente al precio de oferta de inversión porque los proyectos de inversión recurren usualmente al financiamiento de corto plazo, las tasas de interés de corto plazo son más bajas que las de largo plazo; cuando el proyecto acaba se utiliza deuda de largo plazo. Pero un incremento en la primera conduce a un aumento de la segunda, y ambas afectan P_1 (se eleva con la deuda de corto plazo) y P_k (disminuye con el financiamiento de largo plazo).

³⁴ J. López, cit., p. 211 y R. Santana, cit., p. 60. Minsky explica el diagrama con estas palabras: " P_k , el precio de los activos de capital, es el precio de demanda de los bienes de inversión. P'_k depende de lo que Keynes llamaba expectativas de largo plazo sobre las ganancias futuras, de las condiciones de financiamiento que prevalecen para adquirir activos de capital y de la oferta de dinero, definida como activos que son totalmente líquidos.

" P_1 es la función de oferta de la inversión bruta. La 'posición' de P_1 depende de las expectativas de ganancias de corto plazo de la producción de bienes de inversión. La curva de oferta de los bienes de inversión establece el precio mínimo al cual pueden producirse bienes de inversión, dados los salarios, los intereses aplicables en esta producción y el costo de insumos.

"La estructura actual de pasivos de las empresas determina los compromisos de pago en efectivo. La suma de las ganancias brutas después de impuestos y los intereses pagados por deuda, como se informa en las cuentas del ingreso nacional, es el ingreso bruto de capital. Este ingreso menos pagos brutos por deudas y los dividendos generan el

Según esta estructura de ingresos (ganancias brutas: P) y egresos (compromisos de pagos por deuda: CP), las unidades económicas se distinguen en seguras o protegidas, especulativas y Ponzi.³⁵

En una unidad segura las entradas de dinero provenientes de la operación de los bienes de capital o por la posesión de contratos financieros superan las obligaciones de pagos, ahora y en el futuro. Es decir, $P_i > CP_i$, donde P_i es el flujo de efectivo esperado para el año i y CP_i los compromisos financieros para ese mismo año.³⁶ "Sin embargo... eventos inesperados pueden afectar negativamente el flujo de efectivo, por ello, es necesario tener

financiamiento interno total. El precio multiplicado por la cantidad de bienes de inversión que pueden ser internamente financiados da una hipérbola rectangular (Q_n en el diagrama) que define la combinación que así puede financiarse. La intersección de los fondos internos esperados y la función de oferta de bienes de inversión determina la inversión que se espera se financie con fondos internos. En el diagrama se representa como I_1 .

"Si la inversión rebasa el nivel de I_1 , se requiere financiamiento externo. Dado que $P_k > P_1$, habrá una demanda de fondos externos para lograr la inversión. El precio de oferta de los bienes de inversión tiene que modificarse por el costo de financiamiento de la deuda, el cual refleja el rendimiento a una tasa de interés constante que representa el riesgo del prestamista. Además, el precio de demanda de la inversión caerá enseguida a partir del precio de los activos de capital reflejando el riesgo del prestatario. La inversión llegará hasta el punto en que el precio de demanda de capital, afectado por el riesgo del prestatario, iguala el precio de oferta de la producción para inversión, incrementado por el riesgo del prestamista. En el diagrama, se logrará el nivel I_2 de inversión, de la cual I_1 será internamente financiada e $I_2 - I_1$ será financiada con fondos externos.

"Como resultado de la inversión bruta de I_2 , $P_1 (I_2 - I_1)$ de la deuda llega a ser una parte de la estructura de pasivos de las firmas. El grado de endeudamiento en la inversión está dado por la razón de I_2 a I_1 . Esta proporción depende del exceso de P_k sobre P_1 , de los contratos financieros disponibles y de la propensión al riesgo de prestamistas y prestatarios. En vista de que el riesgo del prestamista llega a ser, en parte, un fenómeno objetivo, en la forma de tasas de interés y estipulaciones de los contratos, el riesgo del prestatario es principalmente un fenómeno subjetivo, el cual limita la proporción de los compromisos de pago respecto a las ganancias". H. P. Minsky, cit., pp. 79-80.

³⁵ "Tres posturas financieras pueden distinguirse en las empresas, hogares y unidades gubernamentales, según la relación entre los compromisos contractuales de pago debido a sus pasivos y los flujos de caja. Estas posiciones financieras son: seguras, especulativas y 'Ponzi'". H. P. Minsky, cit., p. 22.

³⁶ J. López, cit., p. 210. "En unidades con financiamiento seguro, se espera que en todo momento los flujos de efectivo excedan los pagos contractualmente establecidos de las deudas pendientes". H. P. Minsky, cit., p. 22.

una protección contra esas eventualidades. Usualmente las unidades adquieren dicha protección manteniendo cierta cantidad de efectivo -por encima de lo requerido para las transacciones corrientes".³⁷

En las unidades especulativas durante algunos períodos, por lo regular en el futuro inmediato, las obligaciones de pago exceden los ingresos esperados; estos resultan insuficientes. Así:

$$P_i < C_{pi}, \text{ para } i = 1, 2, \dots, m$$

donde m es el período deficitario, menor que n , el número de años de vida útil del equipo productivo. Pero después de m las ganancias superan los compromisos financieros:

$$P_i > C_{pi}, \text{ para } i > m$$
³⁸

Mientras esto sucede, las unidades especulativas deben refinanciar su deuda; el hecho que las caracteriza es que lo hacen sin que la deuda se incremente; esto significa que el endeudamiento puede aumentar su riqueza y liquidez financiando la adquisición de activos de capital sin incrementar la proporción de la deuda con respecto a las acciones. Pero al tener que conseguir recursos en los mercados financieros su éxito o fracaso pasa a depender de las condiciones de dichos mercados, además de los mercados de bienes y factores.

Su solvencia está determinada por la tasa de interés vigente, es incluso posible que su valor capitalizado sea negativo si la tasa de interés se eleva demasiado. Por ello, para la viabilidad de las unidades especulativas es importante que la tasa de interés permanezca dentro de un cierto rango y que las ganancias no caigan, lo que permitirá que en el largo plazo el valor de los activos de capital (o flujo de ingresos) supere con un cierto margen de seguridad el valor actual de la deuda (o compromisos de pago).

³⁷ R. Santana, cit., p. 63.

³⁸ J. López, cit., p. 210. "En unidades con financiamiento especulativo, los flujos de efectivo esperados, totalizados en el futuro previsible, exceden el total de pagos en efectivo de la deuda pendiente, pero en el período más cercano los compromisos de pago sobrepasan las entradas de efectivo, aun cuando el ingreso neto, medido de conformidad con los procedimientos contables aceptados, excede los pagos de intereses de la deuda". H. P. Minsky, cit., p. 22.

Las unidades Ponzi es un tipo de unidad especulativa cuyos ingresos son insuficientes para pagar su deuda, por lo cual debe refinanciarla continuamente y solicitar nuevos préstamos para pagar los intereses de la misma, con las consecuencias de un progresivo incremento neto de la deuda, reducción de su liquidez y de su riqueza neta.³⁹

El estado general de la economía depende del número, peso y solvencia de las unidades especulativas.⁴⁰ Dada la integración de los circuitos financieros (ingresos y egresos), la insolvencia de estas unidades provoca falta de liquidez en otras empresas, las cuales a su vez se ven impedidas de cubrir sus adeudos y el gasto corriente para mantener la operación; además, la venta precipitada de activos en mercados estrechos para evitar la quiebra inminente perjudica a las empresas que los utilizan normalmente.

"Podemos entonces decir que, cuando los márgenes de seguridad de una determinada estructura de deuda desaparecen o se hacen muy estrechos, la unidad económica ha caído en una situación de sobreendeudamiento o a la Minsky, su situación financiera se ha hecho frágil. A un nivel agregado, una economía cae en sobreendeudamiento o deviene financieramente frágil cuando su combinación inicial de unidades seguras, especulativas y Ponzi por un lado, y de financiamiento interno y externo de inversión, por el otro, se mueve a una nueva combinación dominada por la presencia de unidades especulativas y Ponzi y de financiamiento externo de la inversión."⁴¹

³⁹ "Una unidad Ponzi es una unidad con financiamiento especulativo, en la cual los ingresos en el flujo de efectivo del período más cercano caen hasta ser inferiores a los pagos de intereses de la deuda, de tal manera que en cierto momento la deuda pendiente crecerá debido a los intereses de la deuda actual". H. P. Minsky, cit., p. 23.

⁴⁰ "La estabilidad de la estructura financiera de una economía depende de la combinación de estas posturas financieras. En cualquier régimen de instituciones financieras e intervenciones gubernamentales, la predominancia del financiamiento seguro genera mayor estabilidad a la economía, mientras que una mayor presencia del financiamiento especulativo y Ponzi indica una susceptibilidad creciente de la economía para la inestabilidad financiera"; Ibid., p. 22. También: "Un rápido disparo de tal financiamiento [Ponzi] garantiza que una crisis financiera surgirá o que un refinanciamiento concesionario será necesario para contener una crisis"; Ibid., p. xvii.

⁴¹ R. Santana, cit., p. 67. "Con un incremento en el endeudamiento respecto a las ganancias brutas, la relación de los compromisos de pago (debido a las deudas) con las ganancias se eleva, el margen de seguridad en los flujos de caja se erosiona. Cuando esto ocurre, el sistema financiero se hace frágil. H. P. Minsky, cit., p. 81.

"Un sistema financiero será robusto cuando los cambios modestos en los flujos de caja, en las tasas de interés y en los compromisos de pago no afecten de una manera significativa la capacidad de las empresas para hacer frente a sus compromisos financieros. A la inversa, un sistema financiero será frágil cuando cambios modestos en los flujos de caja, en las tasas de interés y en los compromisos de pago, afecten de manera importante la capacidad de las empresas para hacer frente a sus compromisos financieros."⁴²

Esta fragilidad financiera, resultado del endeudamiento característico del propio funcionamiento de la economía, conduce a la inestabilidad permanente del sistema y a las crisis financieras, como proceso endógeno en el ciclo económico.⁴³ El ciclo, en conjunto, se desarrolla así: en la fase ascendente del ciclo, cuando las oportunidades y condiciones para invertir aumentan y las expectativas optimistas se cumplen, la inversión crece. En este auge, la tasa de endeudamiento tiende a crecer también en virtud de que aumenta la propensión al riesgo, tanto de los empresarios como de las instituciones financieras prestamistas. Por el efecto multiplicador, el incremento en la tasa de endeudamiento lleva a un aumento mayor de la tasa de inversión y las ganancias. Pero con el financiamiento externo aumentan también los compromisos de pago respecto a los ingresos corrientes, los cuales son estructuralmente inadecuados para satisfacer el servicio incrementado de la deuda, ya que ésta crece a una tasa acelerada mientras aquéllos lo hacen a una tasa fija. En estas circunstancias las empresas se convierten en unidades financieramente frágiles, dependientes de la marcha global de la economía.⁴⁴

⁴² J. López, cit., p. 212.

⁴³ Minsky construye un modelo de fragilidad e inestabilidad del sistema que genera movimientos cíclicos. En su modelo, "la inestabilidad cíclica es un fenómeno endógeno y recurrente derivado de la inestabilidad cíclica de la inversión. Y a su vez esta inestabilidad está determinada por la inestabilidad de las carteras financieras, la cual está a su vez condicionada por la incertidumbre asociada al proceso de inversión en el capitalismo y a los cambios bruscos en las expectativas". Ibid., pp. 201-202. Primero Minsky situó su teoría de la crisis en un enfoque de ondas largas, después se basó en el ciclo de los negocios; "Minsky ofrece una teoría endógena del ciclo". R. Santana, cit., p. 54.

⁴⁴ "El sistema monetario está en el centro del mecanismo de creación de deuda y reembolso. El dinero es creado en la medida que los bancos prestan -principalmente a las empresas- y se destruye cuando los prestatarios cumplen sus compromisos de pago con los bancos. El dinero se crea respondiendo a las expectativas de ganancias futuras que tienen los empresarios y los banqueros, y el dinero se destruye conforme se realizan las ganancias. Los cambios monetarios son el resultado y no la causa del comportamiento de

Hasta aquí la alta demanda de fondos ocurre sin grandes alzas en las tasas de interés, esto es así porque en períodos de expansión la liquidez baja debido al aumento de la confianza (hace disminuir los activos en caja) y al surgimiento de innovaciones financieras⁴⁵ que permiten captar recursos suplementarios. Así las empresas no tienen problemas con el refinanciamiento, aunque el financiamiento se convierte en especulativo en la medida que una proporción mayor de la deuda puede pagarse solamente con nueva deuda.

La naturaleza de este endeudamiento tiene dos características: es preferentemente financiamiento de corto plazo, por el diferencial de intereses entre las tasas de corto y largo plazo, y es secuencial porque los recursos se obtienen conforme el proyecto de inversión avanza. Pero los proyectos tienen un período de maduración y no tienen valor hasta que se completan; en consecuencia, la demanda de fondos se vuelve inelástica por la existencia de proyectos sin terminar, inelasticidad que presiona la tasa de interés y los precios. Por el peso del financiamiento especulativo de corto plazo en la estructura de pasivos, las empresas se ven obligadas a recurrir al crédito, aunque la tasa de interés se eleve.⁴⁶

la economía, y el sistema monetario es 'estable' solamente si los flujos de ganancias permiten a las empresas que solicitaron préstamos bancarios cubrir sus compromisos". H. P. Minsky, cit., p.xx.

⁴⁵ "Una innovación financiera que incremente los fondos disponibles para financiar la posesión de activos y la operación corriente tendrá dos efectos que tenderán a incrementar la inversión. El primero es que el precio de mercado de los activos existentes subirá. Esto aumenta el precio de demanda de los bienes que funcionan como activos (de inversión). El segundo es que bajando el costo de financiamiento de la producción, las innovaciones financieras bajarán el precio de oferta de los bienes de producción". Ibid., p. xvi.

⁴⁶ "Como la relación de la deuda de corto plazo y la deuda total se incrementa respecto a los ingresos brutos de capital de las empresas, que llevan a una capitalización de intereses, hay un aumento en la demanda de financiamiento de corto plazo debido a la necesidad de refinanciar la deuda. La inversión es usualmente financiada con deuda de corto plazo. Por lo tanto, cuando un auge de inversión tiene lugar, en el contexto de una amplificada necesidad de refinanciar la deuda madura, la 'curva' de demanda de deuda de corto plazo aumenta (se traslada a la derecha) y llega a ser más empinada (menos elástica). Bajo estas circunstancias, a menos que la oferta de financiamiento sea muy elástica, la tasa de interés de corto plazo puede elevarse muy rápidamente. En un mundo donde parte de la demanda por financiamiento de corto plazo refleja la capitalización de intereses, un alza en las tasas de interés de corto plazo puede incrementar la demanda de ese tipo de financiamiento, y esto puede conducir a incrementos adicionales en las tasas

Las dificultades aumentan si cambia el criterio del prestamista sobre el nivel aceptable de endeudamiento -por la percepción del riesgo-; además, en el auge de inversión aumenta el costo de los salarios y de las materias primas. Si a estos factores se agregan una política monetaria restrictiva decidida por las autoridades para detener las presiones inflacionarias y la reducción de la capacidad prestamista de los bancos e instituciones financieras (bajas de reservas y de capitalización), las tasas de interés de corto plazo pueden verdaderamente dispararse.

En esta situación, en la que la demanda de fondos prestables excede la oferta, el crédito se encarece -a tasas muy altas- o desaparece; las empresas, que deben cubrir compromisos de pago ineludibles, tienen que vender algunos activos en mercados estrechos, con caídas importantes en su precio. Mientras el costo financiero de las empresas se incrementa con el alza de la tasa de interés, el precio de bonos y acciones cae; esto puede revertir la relación de valores presentes entre precio de demanda de bienes de capital y precio de oferta de bienes de inversión, en la que $P_k < P_i$, a partir de $T_d < T_i$.

Con este efecto y para reducir la tasa de endeudamiento la inversión cae y las ganancias también; se presenta entonces una brusca recesión. En estas condiciones ciertas empresas muestran incapacidad para cubrir sus obligaciones de pago; ello compromete a las instituciones que les prestaron, cuya posición financiera se deteriora y expone a los bancos a una corrida; también se crean dificultades para la operación de otras unidades económicas, que no reciben las entradas de efectivo para saldar a su vez las deudas. Así, en el contexto de una estructura financiera frágil puede surgir una crisis financiera (contracciones -crunches- y quiebras -crashes) y un proceso de deuda-deflación, lo cual podría llevar a una depresión.⁴⁷

de interés de corto plazo. El alza en estas tasas genera tasas de interés de largo plazo más elevadas, que reducen el valor de los bienes (activos) de capital". Ibid., pp. xvii-xviii.

⁴⁷ "Crecientes tasas de interés de corto plazo combinada con crecientes tasas de interés de largo plazo incrementan el costo de producción de los bienes de inversión, aun cuando ellos bajen el precio de demanda de los activos de capital que se derivan de la inversión. Esto tiende a disminuir la inversión. Los mismos cambios en la tasa de interés afectan la liquidez, la ganancia y la solvencia de las instituciones financieras. Este proceso de reducción del valor de los activos, costos crecientes por la tenencia de activos y decrecientes ganancias comprometerán la liquidez y solvencia de las empresas e instituciones financieras. Una quiebra acontece cuando la riqueza neta y liquidez de un conjunto significativo de unidades son tales que los participantes en el mercado no quieren, o no pueden, refinanciar la deuda que madura. En estas circunstancias, la Reserva Federal y las organizaciones gubernamentales del seguro de depósitos, junto con

Las dimensiones de la crisis y su impacto depresivo no están inevitablemente determinadas.⁴⁸ El hecho comprobable de que hasta la fecha no se haya presentado una profunda crisis financiera y una depresión de dimensiones históricas se debe a la intervención del Estado: el déficit gubernamental que ha sostenido las ganancias, y los apoyos monetarios del banco central, como prestamista de última instancia y regulador de los mercados financieros.⁴⁹

Después de la crisis se robustece el sistema financiero y predominan las unidades seguras, por consiguiente la tasa de interés de corto plazo es baja, más que la de largo plazo; esta estructura de tasas de interés propicia nuevamente el financiamiento especulativo y las ganancias, incluyendo las de capital a través del aumento en la demanda y el valor de los activos; igualmente, promueve el cambio de expectativas hacia el optimismo, el incremento del riesgo empresarial y el auge de la inversión. La expansión del

los bancos, enfrentan la decisión de forzar la bancarrota de las unidades en cuestión o acceder a otorgar financiamiento concesionario fuera del mercado". Ibid., p. xviii.

⁴⁸ "La principal conclusión de estos escritos es que los procesos que trabajan hacia la inestabilidad son una parte inevitable de cualquier economía capitalista descentralizada - i.e., el capitalismo es inherentemente imperfecto- pero la inestabilidad financiera no necesariamente conduce a una gran depresión, ésta no necesariamente ocurre". Ibid., p. vii.

⁴⁹ "Cuando el financiamiento concesionario fuera del mercado es asumido por la Reserva Federal o por una agencia actuando con la 'protección' de la Reserva Federal, entonces se puede decir que una operación de préstamo de última instancia ha tenido lugar. En la medida en que la participación de la Reserva Federal puede interpretarse como un intercambio de 'activos dudosos' por obligaciones de la Reserva Federal, este tipo de rescate representa una inyección de dinero en el sistema financiero". Ibid., p. xviii.
".... el incremento en el empleo estatal directo e indirecto desde la II Guerra Mundial ha reducido gradualmente la dependencia de las ganancias de la inversión. Con el surgimiento del gran gobierno... cualquier declive en los ingresos conducirá a una explosión del déficit del gobierno. Desde que puede demostrarse que las ganancias son iguales a la inversión más el déficit gubernamental, las ganancias están respaldadas; sin embargo una caída en la inversión conduce a un alza en el déficit gubernamental. Un proceso acumulativo de deuda deflación, el cual depende de una caída en las ganancias, es rápidamente detenido cuando el gobierno es tan grande que el déficit explota si el ingreso cae. El refinanciamiento por las intervenciones del prestamista de última instancia y el efecto estabilizador de los déficits sobre las ganancias explican el por qué no hemos tenido una profunda depresión desde la II Guerra Mundial". Ibid., p. xix-xx.

ciclo económico comienza y la tasa de endeudamiento asimismo crece, con las consecuencias ya descritas.⁵⁰

Se tiene entonces en Minsky una visión del ciclo en la que cada fase (auge, estancamiento, deflación por deuda, crisis y depresión) es transitoria: hay fuerzas endógenas que impiden la estabilización.⁵¹ Estas fuerzas actúan particularmente en la fase de expansión haciendo de ésta un proceso inestable de inversión especulativa, la cual produce la fragilidad financiera que se extiende conforme avanza la expansión. En síntesis, fragilidad financiera (ofrece las condiciones de la crisis) y proceso de deuda-deflación (exacerba la recesión del ciclo).

M. AGLIETTA.

Este autor elabora una propuesta de análisis sobre el endeudamiento internacional.⁵² Su enfoque consiste en atribuir el desorden en las relaciones monetarias internacionales a la inexistencia de una moneda internacional (divisa clave); la solución en su planteamiento reside en la creación de tal moneda y en la constitución de un organismo internacional que actúe como prestamista internacional, de última instancia. Las ideas de Aglietta son las siguientes:

Los fenómenos monetarios tienen gran incidencia en la vida cotidiana, pero sobre todo en las crisis económicas. Sin embargo, después del fracaso del sistema establecido en Bretton Woods, específicamente a mediados de los 70 y en los 80, se pensó que ya no sería necesario una moneda internacional. Los objetivos trazados por cada país podrían alcanzarse con

⁵⁰ "Las intervenciones del banco central y la estabilización de las ganancias por los déficits del gobierno significan que la estructura de pasivos que se deriva de las innovaciones financieras durante los períodos de expansión son validadas en las crisis y recesiones. Debido a que las intervenciones del banco central para refinanciar posiciones financieras expuestas conducen a un incremento de los depósitos del banco central, en circulación o garantías, las intervenciones como prestamista de última instancia proporcionan una base de reserva monetaria para una expansión rápida del crédito después que la recesión se detuvo". Ibid., p. xx.

⁵¹ "No importa cómo estén estructuradas las finanzas de la industria y del gobierno, mientras la economía se preserve capitalista y la innovación en la industria y las finanzas continúe, habrá ciclos económicos". Ibid., p. xxiii.

⁵² M. Aglietta, cit.

medios internos. Esto sería así porque las balanzas de pago se ajustarían de manera suave y continua por los cambios flotantes vigentes en los mercados financieros, siempre que las autoridades monetarias no intervinieran con un control de cambios. En estas condiciones de operación, los bancos centrales ya no deben preocuparse por constituir reservas y el sector privado puede utilizar cualquier divisa para sus pagos internacionales, por lo que el patrón o moneda internacional se suprime. Con la flexibilidad generalizada de las tasas de cambio se traslada a los mercados la gestión de las obligaciones externas: se equilibran por sí solas las transacciones comerciales y financieras.

Posteriormente, esta creencia en la capacidad equilibradora de los mercados se estrelló ante los problemas de la fluctuación del dólar y ante el auge gigantesco de la movilidad de capitales. Esta movilidad generalizada privatizó la creación de liquidez internacional, confundió lo que es financiamiento y ajuste de los desequilibrios externos, hizo perder el control que las autoridades monetarias ejercían sobre las reservas y el financiamiento de la balanza de pagos. Esta ilusión hoy no se sostiene, sin que se haya alcanzado tampoco la pretendida reforma del sistema monetario internacional.

Para Aglietta es necesario otro panorama teórico, en el que deben explicarse las razones para la existencia de la moneda internacional, las formas de la moneda (unicidad o multiplicidad) derivadas de su dualidad entre una tendencia centralizadora (moneda homogénea) y otra fraccionante (monedas parciales) y "la divisa clave como un principio monetario jerárquico, apto para conciliar las tendencias contradictorias de la moneda en las relaciones internacionales, puesto que no existen instituciones monetarias supranacionales".³³

Sobre lo primero, Aglietta fija la necesidad de la moneda internacional en un conjunto de características reales: desigual capacidad entre los países para aplicar políticas monetarias nacionales y para hacer aceptar su moneda en el extranjero, la confrontación entre propósitos monetarios no compatibles y la incertidumbre de la economía mercantil. Es resultado, entonces, de la "competencia de políticas y de usos de monedas nacionales entre los agentes privados del mundo entero".³⁴ Esta competencia reside en la relación entre las divisas, o sea, la tasa de cambio. Ello provoca

³³ Ibid., p. 23.

³⁴ Ibid., p. 24.

perturbaciones en las relaciones monetarias internacionales, que no son eliminadas por los mercados de cambio ni por una moneda homogénea. Lo anterior representa costos de ajustes que no se absorben por los ajustes automáticos y que, cuando son elevadas, mueven a los países a establecer barreras que a su vez distorsionan el mercado mundial. A esos costos de ajuste Aglietta les llama "externalidades".

De aquí se desprende que hay un impacto de las naciones en las relaciones mercantiles. Ellas no pueden ser dejadas de lado por la macroeconomía, no pueden ser confundidas como agentes microeconómicos. Esas interdependencias de las naciones no están incorporadas a los precios, tienen que ver con las funciones de decisión. Según sean estas decisiones, la economía internacional podrá presentar una multiplicidad de equilibrios, con reacciones cruzadas. Las externalidades son precisamente los costos de esas reacciones.

Las externalidades podrán disminuir únicamente con el establecimiento de reglas y coordinaciones entre los estados, que delimiten un espacio de interacciones estratégicas, aceptado y cumplido por ellos, en el que compartan decisiones, moderen sus rivalidades, prevean conductas mutuas y bajen los costos de la interdependencia. Estas reglas y coordinaciones definen un sistema monetario.

La existencia de externalidades refuta el manejo de la economía mundial exclusivamente a través de mercados financieros. Las externalidades sólo pueden reducirse por una centralización y unicidad de la moneda internacional. Al ser ésta "una relación global entre los centros de decisión económica y la colectividad que éstos forman", la moneda internacional es "todo modo de organización de divisas nacionales que realiza esta centralización venciendo su diversidad... La moneda internacional es un compromiso que mezcla estrechamente economía y política".³³

Si la necesidad de la moneda internacional surge de la existencia de externalidades, ¿qué procesos generan las externalidades? Hay tres: "...la preferencia por la liquidez y sus consecuencias (necesidad de reservas internacionales y de un prestador en última instancia); la retroacción de las tasas de cambio sobre las economías nacionales y sus consecuencias (posibles círculos viciosos en los ajustes de las balanzas de pago y distorsiones en la asignación de recursos); las incompatibilidades en la

³³ *Ibid.*, p. 26.

formación de políticas económicas nacionales y sus consecuencias (indeterminación o multiplicidad de los equilibrios estratégicos)".⁵⁶

Con relación a la preferencia por la liquidez, Aglietta explica que si bien es función de un sistema monetario controlar la evolución de la liquidez para responder tanto a las necesidades de ajuste como a las de financiamiento, se ha visto la ruta irregular y extremosa de la liquidez internacional. De hecho, el sistema monetario se mostró incapaz de controlar la expansión de esa liquidez. Esa incapacidad fue el resultado de dos tendencias: "*el ascenso de los nacionalismos monetarios y la aparición internacional de los bancos comerciales*. La liquidez es el instrumento del nacionalismo monetario; el crédito bancario internacional da libre curso al endeudamiento creador de la liquidez".⁵⁷

Bajo este esquema, la movilidad de capitales no es la redistribución de ahorro: asociado al nacionalismo monetario "es un proceso endógeno de creación de liquidez por crédito bancario o por emisión de títulos financieros sostenida por los bancos".⁵⁸ Cuando no hay reglas para regular la oferta de liquidez internacional, la demanda adquiere preponderancia, con los problemas que su falta de regulación ocasiona: monetización de déficit, retardo de ajustes urgentes.

Sobre estos elementos se puede reconstruir teóricamente el proceso de endeudamiento: un país (o grupo de países) se plantea conservar cierto nivel de empleo con inflación moderada. Para mantener el crecimiento contrata préstamos internacionales con bancos; así se mantiene la rentabilidad del capital productivo. La entrada de divisas por endeudamiento frena la depreciación de la moneda afectando la balanza comercial. Esto provoca la necesidad de nuevos préstamos, rápidamente concedidos en función de la disponibilidad de recursos excedentes por las políticas contractivas de los países industrializados. Y aunque hay acumulación de reservas se genera fuga de capitales.

Un sistema monetario en el que la liquidez depende de las demandas separadas de los países tiende a la inestabilidad. Esto es así por el carácter esencial de la liquidez. Esta es una noción prospectiva, depende de los

⁵⁶ Ibid., pp. 26-27.

⁵⁷ Ibid., p. 29.

⁵⁸ Ibid., p. 31.

juicios frente a la incertidumbre; es decir, la liquidez no es una cualidad intrínseca: "Desde el punto de vista de un agente económico, es líquido todo activo financiero capaz de dar acceso a los medios de pago internacionales en una fecha futura indeterminada, con un costo de transacción bajo y sin riesgo de pérdida de capital".⁵⁹ Se confiere por la confianza, pero la confianza es un juicio colectivo fundado en la unanimidad o la gran mayoría de los agentes económicos. Como parte de la opinión pública es, en consecuencia, versátil si no es sostenida por las autoridades monetarias y si no se conserva dentro de ciertas reglas.

La liquidez basada en la demanda pierde los parámetros de la confianza y surgen contradicciones. Una contradicción se refiere a que los mercados financieros internacionales operan en sentido contrario a las necesidades de reservas, cuando hay dudas sobre la solvencia de los deudores. En ese momento todos quieren ganar reservas y si el sistema monetario internacional no cuenta con ningún procedimiento para crear y asignar nuevas reservas fiduciarias, los países competirán brutalmente para obtenerlas y corregir su balanza comercial.

Otra contradicción tiene que ver con la liquidez y las tasas de cambio flotantes. En un régimen de cambios fijos, la forma superior de liquidez, la divisa que es soporte de medio de pago internacional como moneda vehicular única, se identifica bien, y las reservas se pueden concentrar en los bancos centrales en una proporción eficiente respecto de las transacciones internacionales. Con tasas de cambio flotantes se opera una descentralización de la liquidez en la constitución de reservas individuales por los agentes privados. Hay dispersión de detentores de liquidez y aumento de reservas privadas; asimismo se dan costos suplementarios incorporados a los riesgos de cambio. La flexibilidad cambiaria aumenta la necesidad de liquidez porque aumenta la incertidumbre. Igualmente, dificulta la administración e identificación de reservas como activos confiables. Se hacen sustituciones bruscas e imprevisibles entre activos en diversas divisas, lo cual retroalimenta la inestabilidad cambiaria; pero también se hacen sustituciones entre instituciones financieras. "En tales circunstancias, la viabilidad de las relaciones financieras internacionales depende de un dispositivo que es evidente más allá de las capacidades del mercado: la organización de la función de prestador internacional, en última instancia".⁶⁰

⁵⁹ Ibid., p. 31.

⁶⁰ Ibid., p. 34.

Una contradicción adicional es la amplitud del movimiento plurianual de las tasas de cambio nominales y sus diferencias con las tasas de cambio reales entre los países. Esos movimientos no se hacen por sus determinantes fundamentales como las productividades relativas entre sectores, cambios de especializaciones industriales, modificaciones en el reparto de ingresos. Es decir, las tasas de cambio no siempre expresan las relaciones entre sistemas de precios nacionales, a partir de determinantes esenciales en la formación de precios. "Existen fuerzas dominantes dentro de los mercados de cambio que llegan a formar precios relativos entre países, presentando las tasas de cambio reales distorsiones considerables respecto de los factores reales de la competitividad. La distancia que separa la estructura de las tasas de cambio reales y las ventajas comparativas de los países provocan *una mala asignación de los recursos*".⁶¹ Se generan periodos sucesivos de sobrevaluación y de subvaluación, cuyos costos se acumulan; las distorsiones de las tasas de cambio reales corren aparejadas de los desequilibrios en cuenta corriente. La fuente de mayor desequilibrio son las fluctuaciones del dólar.

Con base en los movimientos de fluctuación se pueden seleccionar países con moneda fuerte y países con moneda débil. Estos últimos países importan inflación de los primeros por la depreciación de sus monedas; la rigidez en la distribución de ingresos que los caracteriza anula los beneficios de la depreciación. El crecimiento disminuye tanto por las presiones de la moneda fuerte como por las políticas de estabilización.

"La tasa de cambio tiene doble naturaleza. Es un elemento en la formación de los precios de los activos financieros expresados en diferentes divisas... Es también la relación entre unidades de cuenta nacionales y extranjeras. Como tal, une el sistema de los precios interiores al de los precios internacionales en bienes y servicios...".⁶² Esta dualidad es el fundamento de los modelos "que explican las distorsiones en las tasas de cambio reales por la diferencia en las velocidades de ajuste de los mercados financieros y de los mercados de bienes y servicios".⁶³ La inestabilidad de las tasas de cambio se debe a la incidencia del movimiento de capitales en su determinación. La inestabilidad de los mercados financieros y la

⁶¹ Ibid., p. 37.

⁶² Ibid., p. 39.

⁶³ Ibid., p. 40.

desorganización monetaria internacional reúne a tres tipos de inestabilidad: en la liquidez, en las tasas de cambio y en las balanzas corrientes.

“El problema esencial y permanente es la formación de los activos financieros internacionales por el sistema de crédito privado, que hace que los países sean extremadamente desiguales y que retrasa peligrosamente las presiones para equilibrar las balanzas corrientes, eventualmente corregidas, de los flujos estables de capital a largo plazo. La incertidumbre que acompaña a los riesgos del crédito trae consigo poderosas externalidades que hacen que los mercados sean ineficientes... El riesgo de crédito va en un sólo sentido: si la aptitud de los deudores para pagar se deteriora, la situación financiera de sus acreedores se degrada. Cuanto más avanzada está la integración, más rápida y más profundamente se propaga la fragilidad financiera dentro del sistema.

“Es ésta la primera causa, realmente estructural, de las grandes distorsiones de las tasas de cambio”.⁶⁴

Cuando se da un incremento acumulativo de endeudamiento se modifica la percepción del riesgo de crédito, lo cual genera desplazamientos de la preferencia por la liquidez; es decir, de los activos que soportan la liquidez. Esto no puede ser absorbido por las modificaciones de las tasas de interés produciéndose grandes variaciones de las tasas de cambio. En estas condiciones, un sobreajuste de las tasas de cambio puede convertirse en especulación desequilibradora que mantiene por sí sola dicha variación, sin que haya un reequilibrio endógeno del mercado; ello en el contexto de una economía internacional donde rigen la incompatibilidad de intereses entre deudores y acreedores. El peligro de derrumbe del mercado es real y requiere de la intervención de los bancos centrales. Cabe aclarar que las distorsiones vienen de las tasas de cambio reales y no de las nominales.

Una fuente de inestabilidad cambiaria la constituyen las políticas económicas cuando son diseñadas por un país sin tomar en cuenta su influencia en otros. El juego de interacciones existentes -acción y reacción- es ignorado, se producen costos por externalidades provenientes de repercusiones mutuas no controladas. Aquí se produce una multiplicidad de equilibrios estratégicos ineficientes como múltiples sean los canales de influencia recíproca. El daño es mayor cuando la relación es más estrecha - los socios se convierten en rivales-; el control de las repercusiones es mejor

⁶⁴ Ibid., pp. 40-41.

cuando hay conciencia de la interdependencia y se busca una coordinación monetaria.

Pero lo predominante en las relaciones económicas internacionales son las políticas unilaterales más que la coordinación, menos aún el establecimiento de estrategias cooperativas. Buscar lo anterior no significa necesariamente establecer una política común. Puesto que “existen coyunturas en las cuales los países se ven afectados de desigual manera... *Lejos de ser convergente, una coordinación puede expresarse en políticas divergentes*”.⁶⁵ Lo que está en el fondo de las relaciones monetarias internacionales es entonces un problema complejo de organización. En la raíz de esos problemas monetarios se encuentra el enfrentamiento entre dos exigencias mutuamente excluyentes: la libertad absoluta de movimiento de capitales y la afirmación innegociable de las soberanías monetarias nacionales.

Hay desorganización cuando lo monetario se reduce a lo financiero. La moneda es un principio de cohesión de las relaciones económicas, no debe confundirse con los arbitrajes financieros. Hay diferencias sustanciales entre moneda nacional y divisa. La primera es soberana en su propio espacio, pero no cuando es divisa, o sea, “deuda de un banco o de una institución pública nacional que circula entre no-residentes como medio de pago internacional”.⁶⁶

Mientras que la cualidad de una moneda es su unicidad, la de las divisas es su convertibilidad. La liquidez es una cualidad de la moneda. Si se deposita en los mercados la búsqueda de liquidez, la tendencia será concentrarse en un activo en particular, con lo cual aumentará su demanda y con ella su precio; es una dinámica especulativa. Por el contrario, en un sistema monetario nacional hay una estructura jerarquizada y garantizada por la institución del banco central, en cuyo marco se define la forma superior de la liquidez; ésta se impone a los agentes económicos. Sólo así los activos financieros pueden evaluarse según el rendimiento-riesgo y los mercados financieros pueden ser capaces de orientar a los capitales.

La moneda está sustentada en reglas sociales merecedoras de la confianza colectiva, más allá de las rivalidades competitivas; los arbitrajes financieros son relaciones competitivas entre agentes privados. La moneda

⁶⁵ Ibid., p. 49.

⁶⁶ Ibid., p. 50.

es un vínculo social, medio para el intercambio mercantil entre agentes privados. "La moneda es, pues, por excelencia, un ventajoso reductor de externalidades".⁶⁷ Confiar en la moneda implica su aceptación indefinida y la conservación del orden social mercantil, "más allá de los horizontes individuales de cálculo de los agentes privados".⁶⁸ De lo dicho se deriva la necesidad de una moneda internacional.

Una organización de la moneda es necesariamente interestatal. En este ámbito el interés común por reglas definidas se ve envuelto por la rivalidad entre los países, en la que cada uno trata de imponer su poder monetario, a partir de las ventajas que individualmente les representa. Es el problema de la hegemonía monetaria como formalización de los intereses dominantes. Por eso, "la organización monetaria internacional debe tener dos tipos de cualidades difíciles de conciliar: suficiente flexibilidad en el funcionamiento de la organización monetaria para adaptarse a las evoluciones reales que cambian las posiciones relativas de los países en la división internacional del trabajo, credibilidad de las estructuras para sustraerlas de las rivalidades de los intereses nacionales y legitimar, de esta manera, la permanencia del orden monetario internacional".⁶⁹

El principio monetario que lo integraría sería la supranacionalidad, esto es, la moneda de monedas, y su principio organizativo sería una institución monetaria supranacional, responsable de emitir una moneda "como único activo de reserva conservado por las autoridades monetarias nacionales".⁷⁰ Esta moneda unánimemente aceptada eliminaría la competencia entre divisas para lograr la mejor liquidez y facilitaría a las naciones constituir sus reservas como decisiones soberanas.

La moneda internacional se podría crear en dos etapas: primero sustituiría progresivamente las reservas en divisas de los bancos centrales, después se establecería el "nuevo régimen monetario internacional en el que la institución supranacional sería pantalla entre los países acreedores y los países deudores, y en el que la emisión de la moneda definitiva tendría como

⁶⁷ *Ibid.*, p. 53.

⁶⁸ *Ibid.*, p. 53.

⁶⁹ *Ibid.*, p. 56.

⁷⁰ *Ibid.*, p. 58.

contrapartida el reconocimiento de los saldos deficitarios de los bancos centrales con respecto a los demás".⁷¹

Sería una moneda fiduciaria que obedecería a las características que hacen de ella un vínculo social y una regla admitida por los estados; no sería convertible, ya que las divisas serían las convertibles a esa moneda. Al no tener valor intrínseco, "contrariamente a las divisas, la moneda supranacional no es la deuda de un país insertado en los intercambios internacionales... En su calidad de activo detenido, esta moneda constituye una reserva neta para el mundo en general. De esto se deriva que el monto global de las reservas oficiales debe determinarse estrictamente en relación con la oferta, contrariamente a la economía de endeudamiento internacional en la que se determina por medio de la demanda".⁷²

El monto de la moneda supranacional está ligado a las presiones del ajuste. Así los bancos centrales habrán de ceder u obtener ese activo en vez de comprar o vender divisas en los mercados de cambios. Se alcanza de esta manera un trato simétrico dentro de los ajustes tanto a los países excedentarios como a aquellos deficitarios.

En la creación de esta organización monetaria hay conflicto de intereses y problemas teóricos; los hay, por ejemplo, en la determinación de indicadores para tomar la decisión de quién, cuándo y cómo iniciar el ajuste. Para que sea eficaz, una organización monetaria internacional debe manejar adecuadamente el ajuste de las balanzas de pago y la liquidez internacional. Para lograr la compatibilidad entre ajuste y liquidez es necesario la aceptación universal del reglamento sobre transferencia de reservas, la incidencia monetaria simétrica sobre los países que hacen uso de ellas, y definir las diferencias entre montos de reserva de los países y equilibrio internacional. "Pero no está claro que un indicador de reservas pueda expresar eficazmente un desequilibrio fundamental de los pagos dentro de un sistema financiero caracterizado por el libre movimiento de los capitales privados. Además, a menos que exista una centralización completa de las políticas monetarias, las tasas de cambio siguen siendo una forma de ajuste indispensable en caso de desequilibrio persistente de los pagos corrientes. No es fácil repartir las cargas del ajuste entre las transferencias de reservas y la modificación de las tasas de cambio".⁷³

⁷¹ Ibid., p. 58.

⁷² Ibid., p. 59.

⁷³ Ibid., p. 61.

Por estos obstáculos se presenta difícil la creación hoy de la moneda supranacional. Se ha sustituido por formas de negociación de compromisos débiles. Como es necesario resolver incompatibilidades sin tener que obedecer reglas de conducta, se ha tratado de obtener coherencia por la compatibilidad de políticas y eficacia por la previsión de reacciones. Una manera de imprimirle fuerza a ello es proponer la institucionalización del proceso de negociación. Como no es posible la moneda supranacional se propone la “cooperación institucionalizada”, que implica la creación de instituciones reguladoras para comportamientos descentralizados, una gestión cooperativa, sin reglas rígidas, frente a la diversidad de coyunturas. Esta cooperación, que se expresa en compromisos y está fundada en la negociación sobre la diversidad de intereses, es muy diferente al principio hegemónico que establece jerarquías sobre relaciones asimétricas. En cambio, la cooperación es pluralista.

En resumen, seleccionamos tres perspectivas fundamentales que aportan los elementos teóricos para una interpretación del endeudamiento:

a) el enfoque Kalecki-Keynes, que proporciona la visión de la inestabilidad integrando la economía real y la dineraria;

b) la interpretación de Minsky, que ofrece una explicación estructural de la inestabilidad sistémica y de la fragilidad financiera cíclica, a partir de los procesos endógenos del endeudamiento en la operación ordinaria del capitalismo;

c) la perspectiva de Aglietta, que aplica los problemas de la creación y uso de la moneda en la formación del endeudamiento internacional.

En este marco teórico es posible situar enseguida un marco de análisis que oriente el examen crítico del endeudamiento mexicano. Este enfoque analítico está constituido predominantemente por el modelo de Kalecki, del grado de aprovechamiento de las capacidades productivas existentes, y el de Minsky, de la fragilidad financiera. A continuación expondremos algunos elementos básicos del marco de análisis.

A. Para determinar el origen estructural del endeudamiento externo, es decir, la fuente sectorial que desequilibra el sector externo, desarrollaremos las siguientes expresiones de la contabilidad nacional:

Se representa el ingreso nacional en una economía abierta:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$

donde las literales son ya conocidas:

C = consumo

I = inversión

G = gasto de gobierno

X = exportaciones

M = importaciones

y se considera la cuenta corriente como la diferencia entre exportaciones e importaciones (se excluyen transferencias unilaterales):

$$CC = X - M \quad (2)$$

Moviendo términos en (1) al lado izquierdo y sustituyendo por (2) en el derecho, se tiene que:

$$Y - (C + I + G) = CC \quad (3)$$

Si el ahorro nacional es:

$$S = Y - C - G \quad (4)$$

y recordando que

$$CC = X - M \quad (2)$$

se reacomodan términos en (1):

$$Y - C - G = I + X - M$$

y se sustituye por (4) y (2) en esta expresión:

$$S = I + CC \quad (6)$$

El ahorro puede ser:

ahorro privado (es igual a la renta nacional menos impuestos netos y menos consumo):

$$s^p = Y - T - C \quad (7)$$

y ahorro público (impuestos netos menos gasto):

$$s^g = T - G \quad (8)$$

Si el ahorro nacional es:

$$S = s^p + s^g$$

y recordando que

$$S = I + CC \quad (6)$$

entonces:

$$S = s^p + s^g = I + CC$$

de donde:

$$s^p - I + s^g = CC \quad (9)$$

pero

$$s^g = T - G \quad (8)$$

entonces sustituyendo en (9):

$$(s^p - I) + (T - G) = CC \quad (10)$$

En esta expresión se resumen los equilibrios fundamentales que existen entre los tres sectores de la economía: privado, público y externo; a través de ella se determina por consiguiente la fuente de desequilibrio.⁷⁴

Otra forma de derivar lo anterior, para observar las condiciones de equilibrio y las situaciones desequilibrantes es la siguiente:

Se parte del ingreso disponible en una economía abierta:

$$Y + R - T = C + I + (G - T) + (X + R - M) \quad (1)$$

donde R son las reservas y las restantes literales son ya conocidas; en esta identidad, el lado izquierdo representa el ingreso disponible mientras del lado derecho se tiene el superávit fiscal y el superávit externo.

Si:

$$Y = C + I$$

⁷⁴ Adaptado de P. Krugman, *Economía Internacional. Teoría y Política*, cit., pp. 338-344.

y

$$I = S$$

entonces

$$Y = C + S$$

de donde

$$S = Y - C \quad (2)$$

sustituyendo en esta última expresión Y por los términos del ingreso disponible

se obtiene

$$Y_d = Y + R - T$$

$$S = Y + R - T - C \quad (3)$$

Sustituyendo (3) en (1) y moviendo términos se llega a:

$$X + R - M = S - I + T - G$$

Considerando constantes las reservas, como una variable exógena, de ajuste:

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) \quad (4)$$

se obtiene de nueva cuenta la expresión de equilibrio de los tres sectores, a partir de la cual se pueden determinar las posibles situaciones de desequilibrio:

- 1) Si $(S - I) = 0$ y $(X - M) < 0$, entonces $(T - G) < 0$. El gobierno es productor del déficit externo o del desequilibrio en la balanza de pagos, por lo que el ajuste se debe ubicar en el sector público.
- 2) Si $(T - G) = 0$ y $(X - M) < 0$, entonces $(S - I) < 0$. El déficit es provocado por el sector privado: la inversión excedió el ahorro interno.
- 3) Si $[(S - I) + (T - G)] = 0$, entonces $(X - M) = 0$. Hay equilibrio en todos los sectores.
- 4) Si $[(S - I) + (T - G)] < 0$, entonces $(X - M) < 0$. Desequilibrio negativo en dos o en tres sectores.

- 5) Si $(S - I) = 0$ y $(X - M) > 0$, entonces $(T - G) > 0$. Superávit fiscal y superávit en cuenta corriente.
- 6) Si $(T - G) = 0$ y $(X - M) > 0$, entonces $(S - I) > 0$. Los ahorros propios superan la inversión, se genera superávit externo.
- 7) Si $(T - G) > 0$ y $(X - M) < 0$, entonces $(S - I) < 0$. El superávit fiscal fue insuficiente para compensar el déficit en el sector privado; hay desequilibrio externo.⁷⁵

B. Se verá el análisis en forma dinámica, es decir, las relaciones del endeudamiento o financiamiento externo con el crecimiento y el sector externo.

En una economía y en un cierto período, "las importaciones M no pueden exceder el total de divisas disponibles. Estas divisas disponibles son, por un lado, aquellas provenientes de las exportaciones X , y por el otro el financiamiento externo (neto) del período considerado; es decir, el ingreso de capitales de todo tipo... F . Este financiamiento neto externo representa entonces las nuevas obtenciones de préstamos, donaciones, etcétera, menos las salidas de divisas por concepto de pagos asociados a los ingresos de capital obtenidos en los períodos anteriores (amortizaciones e intereses, etcétera)".⁷⁶ Se puede resumir lo anterior en la siguiente expresión:

$$M = X + F$$

Dividiendo la anterior igualdad entre X :

$$\frac{M}{X} = \frac{X}{X} + \frac{F}{X} \Rightarrow \frac{M}{X} = 1 + \frac{F}{X}$$

donde $\frac{F}{X}$ "representa la proporción de la disponibilidad de divisas no provenientes de las exportaciones respecto a estas últimas". Sustituyendo $1 + \frac{F}{X}$ por π y denominando a éste "coeficiente de financiamiento externo":

$$\frac{M}{X} = \pi$$

⁷⁵ Notas de Ignacio Perrotini, UDLA, 1993.

⁷⁶ Julio López, cit., p. 49.

"En que $\pi > 1$ si $F > 0$, y a la inversa. Esto es, $\pi > 1$ en el caso que el financiamiento neto externo sea positivo" (que la suma de préstamos supere la salida de divisas por pagos de períodos precedentes).

"De la anterior relación se deduce que las importaciones no pueden exceder el producto πX , el cual representa la disponibilidad total de divisas resultante tanto de las exportaciones como del financiamiento externo:

$$M < \pi X$$

O bien en tasas de crecimiento:

$$\hat{M} < \hat{\pi} + \hat{X}$$

donde $\hat{\pi}$ representa el ritmo de crecimiento del financiamiento externo".

Se puede combinar esta expresión con la igualdad:

$$R = \hat{M} - \hat{b}$$

donde R es el crecimiento del producto y b es la tasa de crecimiento del coeficiente de importaciones; esta igualdad es la expresión en tasas de crecimiento de $Y=M/b$ (las importaciones como función lineal del ingreso), lo cual proviene a su vez de $b=M/Y$, que es el coeficiente arriba mencionado. De la combinación de las dos expresiones se obtiene:

$$R < \hat{X} + \hat{\pi} - \hat{b}$$

"Es decir, la limitante externa al crecimiento opera a través de las tres variables del lado derecho. Una economía que logra un cierto ritmo de crecimiento de sus exportaciones (y que puede manejar su demanda interna), podrá crecer más velozmente cuanto más rápidamente pueda elevar su coeficiente de endeudamiento externo. El acceso al financiamiento internacional representa, pues, un camino a través del cual una economía cuya dinámica está limitada por la oferta puede superar (parcialmente) la barrera que el sector externo pone a la aceleración, o el mantenimiento de ritmos elevados de crecimiento".⁷⁷

⁷⁷ Ibid., pp. 50-51.

Pero la conveniencia de ese financiamiento externo, esto es, las ganancias que se puedan obtener, dependerá de las tasas de interés a las cuales se contraten los recursos externos y de la utilización de al menos parte de los mismos en la ampliación de la capacidad exportadora del país. La colocación de exportaciones adicionales, producto de la anterior ampliación, depende de las políticas internas de los países a los cuales se venda; si éstos incrementan sus importaciones por la aplicación de políticas expansivas, el país prestatario podrá pagar su deuda con los mismos ingresos generados por las exportaciones. En cuanto a la ganancia en recursos netos del exterior que se pueden recibir a través de un excedente de importaciones, se hará efectiva siempre que dicho excedente no conduzca a una reducción de la demanda interna dirigida al consumo de la producción nacional. "Dicho con otras palabras, la economía en cuestión debe estar limitada por sus capacidades de oferta y no por su demanda", o bien, las importaciones deben crear una demanda adicional. "Cuando el mayor financiamiento externo va acompañado de una mayor apertura comercial a las importaciones, puede ocurrir que ello acarree un aumento del coeficiente de consumo, especialmente del consumo importado, porque el acceso a nuevos bienes... estimula la pensión al consumo...".⁷⁸

C. En relación al grado de aprovechamiento de las capacidades productivas:

La diferencia entre el producto efectivo (Y) y el que se podría alcanzar aprovechando plenamente las capacidades productivas (Y^k) define el grado de desocupación de esas capacidades (v) que se expresa como:

$$v = (Y - Y^k)/Y^k \quad (\text{Steindl})$$

Si en cierto momento se produce un choque externo con caída del ahorro proveniente del exterior y si en ese momento existieran recursos ociosos, la transferencia externa podría pagarse con un incremento de la producción y de las exportaciones, sin necesidad de invertir en nuevos recursos, con sólo elevar el grado de aprovechamiento de las capacidades no utilizadas. En otros términos:

Si $(Y_0) < Y_0^k = Y_1^k$, y $S_0^f > 0$, $S_1^f = 0$; $Y_1 < Y_0$ si $v_1 > v_0$; $Y_1 = Y_0$ si $v_1 = v_0$, y $Y_1 > Y_0$ si $v_1 < v_0$.

A su vez, $A_1 > < = A_0$ dependiendo de $v_1 \leq v_0$, o $v_1 > v_0$.

⁷⁸ Ibid., p. 52.

donde

Y_0 = producto en el momento del choque externo;

Y_0^k = producto de pleno uso de capital;

Y_1 = producto posterior al choque;

S_0^f = ahorro externo en el momento del choque;

S_1^f = ahorro externo en el período posterior al choque;

v_0 = grado de desocupación de las capacidades productivas en el momento del choque;

v_1 = grado de desocupación de las capacidades productivas en del período posterior al choque.

A_0 = Absorción en el momento del choque.

A_1 = Absorción posterior al choque.

“Obviamente ... ello exigiría una adecuada combinación de políticas macroeconómicas, así como sectoriales.

“... para evaluar correctamente cualquier estrategia económica es insoslayable preguntarse si ella contribuyó o no a una mayor y mejor utilización de los recursos. Este debe ser el criterio central, seguramente el de mayor peso para apreciar su eficacia desde un punto de vista macroeconómico”.⁷⁹

⁷⁹ Julio López Gallardo, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*. México, UNAM-Porrúa, 1998; pp. 26-28.

4. LA FORMACIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA DE MÉXICO (1823-1970).

La Independencia política heredó al país el reto de constituir un verdadero Estado nacional. La tarea consistía en lograr la articulación social (un cuerpo de *nación* cohesionado), política (el reconocimiento de un poder central y la construcción de una política general homogénea), económica (el funcionamiento de un mercado integrado -no mercados locales- y de una estructura productiva mercantil -no economías autosuficientes) y territorial (vínculos interregionales). En ese intento, marcado por la contraposición de intereses entre los diversos grupos dominantes, los problemas de financiamiento aparecieron inmediatamente en la vida del naciente Estado.

Con una deuda nacional, ya depurada de los cargos representados por los préstamos a la corona española, de 45 millones de pesos en 1823, cuando los ingresos públicos totales en ese año fueron de 13.4 millones de pesos,¹ el gobierno mexicano surgido de la Independencia se enfrentó a las dificultades de obtener recursos para la operación ordinaria de sus actividades. Las medidas internas (préstamos voluntarios; confiscaciones de bienes eclesiásticos, piadosos y hospitalarios, sobre los cuales como garantía imponía préstamos forzosos; venta de propiedades de órdenes religiosas extintas) resultaban insuficientes, por lo que en junio de 1822 el Congreso aprobó las gestiones para contratar un préstamo en el extranjero. Esas gestiones se dirigieron a Londres por varias razones: por su posición como centro financiero internacional, para crear intereses que protegieran contra cualquier pretensión renovada de España, y porque de aquel país provino primero un ofrecimiento que no se realizó.²

Se establecieron negociaciones simultáneas con dos firmas: la casa B. A. Goldschmidt and Co. y la casa Barclay, Herring, Richardson and Co. Con la

¹ Esta cantidad fueron los ingresos efectivos, ya que la presupuestada originalmente fue de 20.3 millones de pesos. Los egresos ejercidos sumaron 15.0 millones y se registró un déficit de 1.6 millones. *Estadísticas Históricas de México*, INEGI, 1994; tomo II, pp. 749 y 751.

² Nos referimos al hecho por R. P. Staples, representante de la casa londinense Thomas Kinder, Jr. Estos ofrecieron 572,400 libras esterlinas a cambio de una deuda de un millón de libras, a 5% de interés anual. Cfr. J. Bazant, *Historia de la deuda exterior de México 1823-1946*. México, El Colegio de México, 1995; p. 34. Para la información sobre la deuda del período en particular nos hemos servido de este texto, ya clásico, por ser un estudio documentado, de los pocos existentes sobre el tema para esos años, que reúne información derivada de fuentes originales y de difícil acceso, aunque su tratamiento es débil en el análisis económico.

primera se contrató un crédito en febrero de 1824 por un monto nominal en bonos de 3,200,000 libras, al 5% anual, pero del que se debía recibir solamente la mitad: 1,600,000 libras. Con la otra casa, el 25 de agosto de ese mismo año, se acordó un préstamo por una cantidad igual al anterior, pero a una tasa del 6%. Los recursos se destinaron en su mayor parte a gastos de administración; también se hicieron pagos de intereses y amortizaciones, y se compró equipo militar. Con estos préstamos, que fueron conocidos como la "deuda inglesa" o "deuda de Londres", se inició la deuda externa de México.

Desde ese momento la historia del Estado mexicano se encuentra ligado a los numerosos acontecimientos relacionados con la deuda: suspensiones, capitalizaciones, conversiones, contrataciones y amortizaciones. Pero también la historia de la deuda se conecta con las circunstancias políticas y económicas nacionales, así como con las condiciones de la economía internacional en sus diferentes épocas. En este ámbito, la posición que México ocupaba era la de proveedor de materias primas: metales y minerales y productos agrícolas fundamentalmente.³

Los principales sucesos de la deuda exterior mexicana registrados en ese siglo -en el contexto de un intenso período de guerras internas entre 1821 y 1877- y hasta un poco más de la mitad del presente- fueron:

El 1 de octubre de 1827, ante nuevas dificultades políticas y hacendarias,⁴ México no pudo cubrir el servicio de la deuda. Los intereses moratorios se acumularon, de tal manera que en 1830 se aprobó una capitalización de los mismos. En 1833, con otro déficit presupuestal significativo que se elevó aun más en 1835, se suspendió de nuevo el servicio de la deuda. En 1837 se practicó una conversión de toda la deuda exterior mediante la emisión de nuevos bonos que podían ser utilizados en "inscripciones" (compra de baldíos en la zona norte del país). En ese año la

³ Las exportaciones de México estaban constituidas principalmente de metales y minerales, incluyendo oro y plata. Así, en 1824, este tipo de productos representó 63% de las exportaciones mientras que en 1828 alcanzó 86%; en 1856 fue de 92%. Se mantuvo arriba de 70% hasta finales de la década de 1880-90 cuando descendió a 64.8%; permaneció alrededor de esta cifra hasta 1910 inclusive, cuando registró 61%. Cálculos propios basados en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., p. 851.

⁴ Hay un déficit presupuestal de 9.5% entre ingresos y egresos efectivos en el ejercicio de 1926-27, y el comercio exterior había presentado una cuenta deficitaria de 42% entre exportaciones e importaciones en 1926. *Ibid.*, pp. 751 y 799.

deuda externa ascendía a 9,247,373 libras, equivalentes a \$46,239,720 pesos.⁵

En 1844 se registró de nuevo un déficit de cierta magnitud en el presupuesto público (37.5%); en 1846 se procedió a otra conversión bajo una ley expedida por el Congreso para la solución definitiva de la deuda. El mecanismo consistió en obtener un empréstito, a través de otra emisión de bonos convertidos a 90 y 60 por ciento, con el que se amortizaron todas las obligaciones, mientras que los intereses vencidos no se cobraron. Debido a la guerra con Estados Unidos se incumplieron los pagos establecidos, lo que condujo a una nueva conversión. El monto de la deuda resultante, descontados pagos efectuados e intereses condonados, fue exactamente igual a la deuda previa a la conversión: 10,241,650 libras, pero a una tasa de interés reducida de 3%. Con la indemnización proporcionada por Estados Unidos después de la guerra se liquidaron intereses durante tres años.

En 1854 se suspendió de nueva cuenta el servicio de la deuda. En 1855 y particularmente en 1856 hubo una caída en el comercio exterior, principalmente de las exportaciones. Para allegarse recursos, en ese mismo año se intervinieron los bienes eclesiásticos, mismos que se nacionalizaron en 1859, y cuyo valor alcanzaban probablemente la cantidad de \$17,916,754 pesos.⁶ Con ello los acreedores esperaban la liquidación de intereses vencidos, pero en 1861 se clausuró la oficina de desamortización sin que efectuaran los cobros esperados. En ese año se realizaron bienes por 16 millones de pesos a 20% de su valor.⁷

Como instrumento de deuda se utilizaron las llamadas "convenciones diplomáticas". Estas eran originadas en el préstamo que hacían los capitalistas extranjeros al gobierno, quien al no pagar, como era frecuente, debía establecer un nuevo acuerdo de amortización con esos acreedores, apoyados por sus respectivos embajadores. El contrato resultante era denominado convención. Así existieron convenciones inglesas, francesas y españolas, pero cabe aclarar que al menos la mitad de ellas era capital mexicano, el cual se disfrazaba de razón social extranjera para invocar la protección de otro país y presionar de esta manera para el cumplimiento del pago. En 1852, el monto de deuda por concepto de convenciones es de

⁵ J. Bazant, cit., p. 65.

⁶ Ibid., p. 84.

⁷ Ibid., p. 91.

\$14,243,512 pesos, o 27% de la deuda exterior total, que llegó a \$52,744,496 pesos.⁸ A pesar de representar una pequeña parte de la deuda, las convenciones tuvieron gran influencia en el desencadenamiento de la intervención por constituir contratos de gobierno a gobierno.

En julio de 1861, México declaró oficialmente la suspensión total de pagos y con ello se dio el pretexto para la intervención. Cuando ésta se produce en 1862, la deuda externa total era de \$81,632,561 pesos, y las convenciones extranjeras eran sólo \$13,466,676 pesos o 16.5% de ese total; es decir, habían disminuido su proporción. Lo más sorprendente es que la deuda francesa apenas llegaba a \$190,000 pesos.⁹

Entre 1861 y 1867 se genera un gran déficit en la balanza comercial (95.6%). Maximiliano convirtió la deuda inglesa capitalizando sus intereses, contrató tres créditos en Francia y con ello elevó la deuda a \$182,000,000 pesos en 1867. Estos empréstitos se concedieron por la confianza que les inspiraba el régimen de Maximiliano. En el mismo período Benito Juárez gestionó un crédito para financiar sus requerimientos bélicos por sólo \$2,925,450 pesos nominales.¹⁰

El gobierno triunfante de Juárez desconoció la deuda contraída por Maximiliano, lo mismo que su conversión de la deuda inglesa, canceló las convenciones diplomáticas pero reconoció la restante deuda anterior y la propia. También admitió reclamaciones de residentes estadounidenses en México que se vieron afectados por los conflictos bélicos sucedidos desde 1847. En 1875 la deuda externa estaba compuesta así:

RESUMEN DE LA DEUDA EXTERIOR TOTAL 1875

	<i>Miles de libras esterlinas</i>	<i>Miles de pesos</i>
Deuda inglesa:		
Capital:	10 241	51 208
Intereses vencidos	5 377	26 884
Suma	15 618	78 092
Reclamaciones norteamericanas		3 975

⁸ Ibid., p. 95.

⁹ Ibid., pp. 97-98.

¹⁰ Ibid., p. 104.

La formación histórica de la deuda externa en México (1823-1970)

RESUMEN DE LA DEUDA EXTERIOR TOTAL 1875

	<i>Miles de libras esterlinas</i>	<i>Miles de pesos</i>
Préstamo Carbajal-Corlies		1 000
Total		83 068

Nota: Aproximaciones al millar.
FUENTE: J. Bazant, *ct.*, p. 116.

Hasta ese año, hay una tendencia creciente de la deuda exterior: mientras en 1837 esa deuda representaba el 36.1% de la deuda total, en 1852 era de 51.8%, y en 1861 fue de 82.7%. Relacionando las anteriores cifras de la deuda externa con los ingresos efectivos que tuvo el gobierno (a falta de información sobre inversión extranjera directa) y con la entrada de divisas por concepto de exportaciones, se obtiene una idea del peso de la deuda y de la capacidad de pago de que disponían los gobiernos durante esos años:

INDICES DE LA DEUDA EXTERIOR: 1827-1875.

<i>Año</i>	<i>Deuda/ingresos públicos</i>	<i>Deuda / exportaciones</i>
1827	2.5	1.4
1831	0.4	
1843	2.9	
1850	2.0	
1852	1.8	
1856		100.3*
1870	4.3	
1875	5.0	3.0

*El valor anual de las exportaciones se estimó con base en la información de un semestre.

FUENTE: Elaboración propia con base en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, *cit.*, pp. 751, 799 y 1006.

En 1877 llega al gobierno Porfirio Díaz, quien se mantiene en el poder hasta 1910, fecha en que estalla el movimiento que culmina en la Revolución Mexicana. Con su régimen se abre un período de mayor estabilidad, bajo el lema positivista de orden y progreso que aplica como principio para alcanzar la paz social a toda costa. Lleva a cabo la tarea pendiente de integrar al Estado nacional, bajo un esquema político autoritario. A su vez la economía se transforma: por una parte, México reasume su papel tradicional de

productor minero y agrícola; por la otra, expande las manufacturas, favorece la inversión extranjera y promueve las exportaciones.¹¹

La inversión extranjera se dirigió principalmente a la minería, los ferrocarriles, bancos y, posteriormente, al petróleo y productos primarios, así como a la construcción de infraestructura. Las exportaciones se convirtieron en el sector más dinámico de la economía: agricultura de exportación y explotación de minerales de uso industrial, además de los tradicionales metales preciosos.

Esto trajo dos consecuencias: a) la formación de una amplia infraestructura de comunicaciones, preponderantemente ferrocarrilera, articuladora de mercados locales, promotora del crecimiento urbano y generadora de un proceso de industrialización, con unidades altamente protegidas frente al exterior; b) requerimientos de ahorro externo para financiar dicho crecimiento.

Ello implicaba disponer de una demanda exterior constante de productos nacionales y de un flujo igualmente continuo de capital foráneo, financiero e industrial; de tal manera que si esto no se daba, la escasez de divisas para financiar la inversión en infraestructura y en importaciones necesarias para la industria, se convertirían en una restricción externa al proceso de industrialización. La economía nacional resultaba así altamente vulnerable a las condiciones de la economía internacional.

En 1884, un acuerdo provisional entre el gobierno mexicano y los tenedores de bonos de la deuda inglesa causó tal rechazo en el país que por primera vez, a causa de la deuda externa, se produjeron múltiples manifestaciones callejeras, ataques públicos de políticos de oposición y álgidas discusiones en el Congreso.

A fin de renovar sus líneas de crédito y obtener recursos para la expansión ferrocarrilera, en julio de 1886 se estableció un acuerdo entre el gobierno y los tenedores extranjeros de bonos para el reconocimiento, consolidación y conversión total de la deuda. Fue llamada la "Conversión Dublán". En ese año se creó la Dirección de Deuda Pública Interior. Con la mejoría de credibilidad obtenida a partir de este arreglo, se gestionó un préstamo en Alemania conocido como "Deuda Consolidada Exterior Mexicana de 1888", a 6% de interés, por la cantidad de 10,500,000 libras, de

¹¹ Cfr. José Ayala y José Blanco, "El nuevo Estado y la expansión de las manufacturas. México: 1877-1930", en Rolando Cordera (compilador), *Desarrollo y crisis de la economía mexicana*. México, FCE, (1981) 1992; p. 16.

las que 3,700,000 se suscribieron a 70% de su valor nominal, resultando 2,590,000 libras. Las restantes 6,800,000 libras se dejaron en opción al 86.5% de su valor nominal para el rescate de los títulos de la deuda de Londres. Estos se redimieron al 40%, de tal manera que de la deuda existente por 13,595,798 libras se pagaron 5,438,319 libras.¹²

Para consolidar la deuda interior ferrocarrilera se contrató otro empréstito con Alemania por 6 millones de libras esterlinas. Se denominó "Empréstito Exterior Mexicano de 1890". El precio de compra de los bonos se fijó en 88.75% de su valor nominal; fue contratado al 6% de interés. Pero en 1891 el país pasó por dificultades: se perdieron cosechas y la plata se depreció en el mercado internacional; el peso se devaluó y la actividad económica se redujo. Se recurrió entonces nuevamente a un crédito foráneo: el "Empréstito Exterior Mexicano de 1893", en Alemania, por 3 millones de libras, al 6% de interés.

Años más tarde, para consolidar y convertir toda la deuda externa, se negoció un préstamo en Alemania, pero con participación estadounidense, por 22,700,000 libras, a 5% de interés. Se llamó "Deuda Exterior Mexicana del 5% de 1899"; como garantía se concedió 62% de los derechos de importación y exportación. Posteriormente, y siempre teniendo como objetivo regularizar la deuda por ferrocarriles, se contrató la "Deuda del 4% oro de 1904 de los Estados Unidos Mexicanos", por 40 millones de dólares, principalmente en Nueva York, con participación europea.

En 1905 se llevó a cabo una reforma monetaria por la cual el peso se devaluó 100%.¹³ Así, en lugar de estar a la par del dólar y la libra a 5 pesos, quedó en 0.50 dólar y la libra a 9.76 pesos. La deuda externa se reexpresó en la nueva equivalencia.

Por la política gubernamental de recuperación nacional de los ferrocarriles en manos extranjeras, en 1907-1909 se adquirieron 200 mil acciones del Ferrocarril Central, las cuales fueron pagadas con bonos con garantía de hipoteca sobre la empresa por más de 100 millones de pesos. Esto formó la "deuda ferrocarrilera", que después tuvo incidencia en el monto de la deuda externa. Para canjear la deuda convertida en 1899 se practicó otra conversión con el préstamo "Deuda Exterior Mexicana del 4%

¹² J. Bazant., pp. 137-139.

¹³ Ibid., p. 171. Por error, en el texto se menciona la cifra de 50% como devaluación.

oro de 1910", por 22,200,000 libras o 107,670,000 dólares, pero la operación por el importe total no pudo realizarse.

Eran los últimos días del porfiriato. El régimen se había caracterizado por un sostenido crecimiento económico: entre 1877 y 1910 el producto se elevó 200%, con un crecimiento promedio anual de 3.4%; el producto por habitante también aumentó 96%, con 2.1% de promedio anual; el mayor aumento del PIB se dio en el período de 1877 a 1895 (3.8% promedio anual) pero la dinámica de crecimiento descendió en el período de 1895 a 1910 (3.4%). Las excepciones fueron en 1899, cuando el producto bajó 4.8%; 1902, que disminuyó 7.13% como remanente de la llamada crisis de 1900-1901; y en 1906 que se redujo 1.1%, como antecedente de la siguiente crisis de 1906-1907. Las exportaciones se multiplicaron por 5 veces y se tuvo un persistente superávit presupuestal en los últimos 15 años. Pero los precios habían aumentado y la expansión del mercado interno no se lograba.¹⁴

Sobre todo, había serios problemas sociales y políticos: crisis de desempleo por la destrucción del trabajo artesanal frente a la declinación de puestos de trabajo en el sector manufacturero, explotación del trabajo en el campo con un campesinado sin tierra por la concentración latifundista de la misma, destrucción de comunidades tradicionales y falta de espacio político a la disidencia y a la participación democrática.¹⁵ Para abrir los medios de expresión y participación en el poder, dominado durante largos años por Díaz y ejercido autoritariamente, y para luchar por mejorar las condiciones sociales, se levantó el movimiento democratizador de Madero y el movimiento armado de las masas campesinas.

Ya en la era posporfiriana, el gobierno de Madero solicitó y obtuvo en Estados Unidos un préstamo por 10 millones de dólares, al 4.5%, en 1910, y dos años después, con la misma Casa Speyer and Co., contrató otros 10 millones de dólares.

Desde 1886 y hasta 1911 la deuda se resumía así:

¹⁴ Cálculos propios basados en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., pp. 401, 751 y 799.

¹⁵ Cfr. J. Ayala y J. Blanco, cit., p. 24-25. Pese a los problemas mencionados, estos autores, como muchos otros que han escrito sobre la época, mencionan mayores dificultades económicas y crisis que no encuentran sustento en las cifras oficiales publicadas. La depuración de la información estadística merecería una investigación específica adicional.

La formación histórica de la deuda externa en México (1823-1970)

RESUMEN DE LA DEUDA PÚBLICA DE MÉXICO: 1886-1911

	<i>Deuda exterior</i>	<i>Deuda Interior</i>	<i>Deuda total</i>	<i>% Deuda exterior</i>
En miles de libras esterlinas				
1886	23 343			
1887	14 626			
1888	10 500			
En miles de pesos				
1890	52 500	74 451	126 951	41.3
1893	153 017	69 116	222 132	68.9
1900	226 000	124 000	350 000	64.6
1905	316 343	161 782	478 124	66.2
1911	441 453	136 726	578 179	76.3

Aproximaciones al millar.

FUENTE: J. Bazant, cit., p. 174. Las cifras sobre la deuda externa publicadas por INEGI difieren, a partir de 1900, de las arriba anotadas. Para mantener una coherencia en la información estadística presentada a lo largo del período de análisis, nos basaremos en primer lugar en los datos proporcionados por Bazant, pero en el Anexo Estadístico transcribiremos las cifras aportadas por INEGI:

Las relaciones básicas de la deuda exterior con las fuentes de ingresos estatales para el pago de la deuda y con el producto en esos años, fueron las que a continuación se indican:

INDICES DE LA DEUDA EXTERIOR: 1886-1911.

<i>Año</i>	<i>Deuda/ingresos públicos</i>	<i>Deuda/ Exportaciones</i>	<i>Deuda/PIB (%)</i>
1886	3.6	2.4	
1887	1.8	1.5	
1888	1.5	0.9	
1890	1.4	0.8	
1893	3.8	2.2	
1900	3.6	1.4	4.0
1905	3.1	1.2	13.9
1911	4.8	1.5	14.2*

*Por carecerse de información sobre el producto de este año, se tomó el dato de 1910.

FUENTE: Elaboración propia con base en el cuadro anterior y en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., pp. 751, 799 y 1006.

Por su parte, el gobierno usurpador de Huerta recibió en 1913 un préstamo por 6 millones de libras, aunque originalmente se solicitaron 16 millones. Este préstamo europeo fue el último que recibió México antes de la

segunda guerra mundial. Huerta no pudo cumplir con el servicio de la deuda exterior y ésta se suspendió en 1914; la suspensión duró hasta 1922.

El conflicto armado desorganizó la economía: descenso de la producción agrícola, manufacturera y minera, aunque el producto total aumentó 7.65% entre 1910 y 1921, debido al importante incremento de la producción petrolera y a la rápida expansión de los últimos años (1917-1921); caída del comercio exterior; desorden monetario por la existencia de billetes emitidos por los diferentes ejércitos enfrentados, constitucionalista y convencionalista, que obstruía la fluidez en la circulación monetaria y la liquidez por la aceptación restringida del papel moneda; devaluación del peso. Por esta desorganización del sistema productivo y financiero, los empréstitos extranjeros cesaron, a ello contribuyó la negativa de los gobiernos revolucionarios a reconocer las deudas contraídas anteriormente.

Carranza no logró obtener préstamos en el extranjero y Obregón, en el afán de recibir el reconocimiento de Estados Unidos, que le posibilitara la gestión de un crédito del exterior, aprobó un acuerdo conocido como el "Convenio Lamont-De la Huerta", de 1922, mediante el cual México asumía compromisos de pagos por capital e intereses vencidos y futuros, se reconocía la deuda externa anterior y en el monto de la misma se incorporaba la vieja deuda ferrocarrilera, así como la nueva derivada de la incautación revolucionaria de diversos ferrocarriles. Pero sólo se alcanzó a hacer un depósito por 15 millones de dólares aproximadamente, ante la negativa del Comité de Banqueros (tenedores extranjeros) de extender el adelanto de un préstamo, en virtud de lo cual se suspendió la ejecución del convenio.

Desde 1917, principalmente a partir de 1920, se produce un crecimiento económico, en el que la intervención directa del Estado en la economía, a través de la inversión pública en obras de infraestructura (energía eléctrica, caminos y obras para la agricultura de riego), se convierte en el mecanismo promotor. Específicamente, entre 1925 y 1928 se eleva significativamente el producto, registrando en su punto más alto (1926) 17.2% acumulado respecto a 1921 y 3.2% de crecimiento promedio anual, a partir de aquella fecha. Los sectores con más dinamismo fueron la manufactura y la minería, pero bajó la producción petrolera (-74% entre 1920 y 1930).

En esos años se reorganizó la administración del sector económico y financiero: modernización administrativa de la Secretaría de Economía y de la Secretaría de Hacienda; ordenamiento de las instituciones financieras y del sistema de crédito; organización fiscal mediante el establecimiento de una

ley de ingresos, del impuesto sobre la renta y al comercio exterior, con lo cual el Estado adquiere una estructura de ingresos y egresos determinada. Se define y restablece la deuda pública y externa. Con lo anterior, se determinan las fuentes gubernamentales de financiamiento y su capacidad de endeudamiento.

En 1925 se efectuó otro convenio (Enmienda Pani) que revisó el de 1922 en términos más favorables; uno de sus aspectos fue el desincorporar la deuda ferrocarrilera devolviendo los ferrocarriles a la compañía. En 1926 se reanudó el servicio de la deuda, continuó todavía en el siguiente año, pero la incapacidad para cumplirla a futuro obligó a nuevas negociaciones con el Comité de Banqueros. En 1929 la deuda exterior, titulada y no titulada, ascendía a 1,400 millones de pesos, de una deuda pública nacional total de 2 mil millones de pesos.¹⁶ Las negociaciones fructificaron en el Convenio Montes de Oca-Lamont, de julio de 1930, que tampoco se llevó a cabo, pero que se considera un importante antecedente de los convenios de 1942 y 1946 por la cancelación acordada de intereses vencidos. Se sustituyó por el convenio supletorio de enero de 1931, el cual igualmente se declaró sin efecto en 1932 ante las dificultades monetarias de México (depreciación del peso respecto del dólar, desmonetización del oro).

Según las cifras disponibles para esos años, la proporción de la deuda externa en la deuda total era elevada y aumentó: 76.8; 75.9; 92.9; 88.8; 89.7%, para 1911; 1913; 1922; 1925 y 1929, respectivamente.

De los montos de la deuda se derivan las siguientes relaciones:

INDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA: 1911-1932			
Año	Deuda/ingresos públicos.	Deuda/ exportaciones	Deuda/PIB %
1911	4.5	1.5	14.6*
1912		1.5	
1913		2.1	
1914		1.8	
1915		1.9	
1916		1.0	
1917		1.6	
1918		1.4	
1919		1.3	

¹⁶ Ibid., pp. 212-213. Estas cifras difieren de las anotadas para ese mismo año en el cuadro correspondiente del Anexo Estadístico por provenir de otra fuente.

INDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA: 1911-1932			
Año	Deuda/ingresos públicos.	Deuda / exportaciones	Deuda/PIB %
1920		0.6	
1921		0.7	10.5
1922	5.2	2.3	32.3
1923	5.7	2.7	30.3
1924	5.6	2.6	34.5
1925	2.5	1.2	16.3
1926	2.8	1.3	16.0
1927	3.1	1.5	19.3
1928	3.1	1.7	19.7
1929	3.1	1.8	20.8
1930	3.6	2.4	22.2
1931	3.5	2.9	25.2
1932	5.1	3.5	33.6

*Esta cifra difiere de la asentada en el cuadro anterior porque el dato de la deuda externa proviene de fuentes distintas; en forma similar, se establece la proporción con el producto de 1910, ya que no se cuenta con el correspondiente a 1911.

FUENTE: Elaboración propia con base en los cuadros del Anexo Estadístico y en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., pp. 401, 751, 788, 799 y 1006.

Se aprecia que en la mayoría de los años el monto de la deuda externa es la cuarta parte o más del PIB.

La gran depresión de 1929 afectó a la economía mexicana. El producto cayó 3.9% en ese año pero más aún el año siguiente: 6.3%, y respecto a 1928, cima del crecimiento del período anterior, el producto se abatió 9.9%. En 1932, que para muchos países representó el fondo de la depresión, el producto descendió 14.9% respecto de 1931, pero en relación a 1928 decreció 20.8%. En resumen, en el período 1929-1932 el crecimiento promedio anual fue de -5.7%. Este resultado se reflejó en un ascenso considerable del desempleo.

El comercio mundial se redujo y ello afectó a las exportaciones mexicanas (el algodón) y a las importaciones de medios de producción, lo cual hizo disminuir las actividades de expansión industrial. También se impactó las entradas de capital; se presentó escasez de circulante, inestabilidad en las cotizaciones del oro, depreciación de la moneda,

restricción de créditos bancarios, caída de las ganancias y del capital de los bancos. Esto derivó en una escasez de recursos del Estado.¹⁷

En 1933 la economía comenzó a recuperarse; para ello se apoyó en la producción y el mercado internos, los cuales fueron estimulados por la política de industrialización del Estado y la reorientación de la inversión extranjera hacia el sector industrial. En el sector financiero, en 1935 el Banco de México, creado en la década anterior, adquirió la facultad exclusiva de emitir moneda, y en 1936 estableció el encaje legal u obligación bancaria de constituir reservas en el banco central. El gobierno decidió la nacionalización de los ferrocarriles y a finales de la década la expropiación petrolera, a consecuencia de lo cual se generó enseguida una fuga de capitales. Con esta restricción de financiamiento, se intentó resolver problemas de balanza de pagos implantando medidas proteccionistas e iniciando un proceso de sustitución de importaciones., acompañado de la devaluación cambiaria (50% acumulado de 1938 a 1940).

En esta década se obtuvo un crecimiento de 5.6%, y se tomaron medidas como la reforma agraria y el desarrollo de la infraestructura productiva básica: ampliación de la agricultura de riego, de las comunicaciones y de la energía eléctrica; se crean empresas estatales. Todo ello inspirado desde el poder, a partir de un gobierno que declara su vocación nacionalista, que logra la consolidación del Estado y la institucionalización política del régimen proveniente de la Revolución de 1910, con el establecimiento también de un partido dominante.

Durante el gobierno de Lázaro Cárdenas se subordinaron los pagos del servicio de la deuda a las disponibilidades excedentes de los recursos necesarios para el progreso del país. Sin embargo, hubo un acercamiento con el Comité de Banqueros, el que se canceló por los sucesos de la expropiación petrolera. Posteriormente se dieron acuerdos sobre reclamaciones de ciudadanos estadounidenses afectados por la reforma agraria (1938), que se fijó en 40 millones de dólares, y la expropiación petrolera, que se estableció en 23,995,991 dólares más 3% de intereses sobre esa suma a partir de marzo de 1938.¹⁸ A raíz de las negociaciones con el Comité Internacional de Banqueros, el 5 de noviembre de 1942 se firmó un convenio para el ajuste de la deuda directa.

¹⁷ Ciro Velasco, "El desarrollo industrial de México en la década 1930-1940. Las bases del proceso de industrialización", en R. Cordera (compilador), cit., p. 53.

¹⁸ J. Bazant, cit., pp. 219-221.

En ese año la deuda externa ascendía a 1,340,048 miles de millones de pesos y representaba el 72% de la deuda total, mientras que en 1934 y 1935 había representado 89.7% y 90.1% respectivamente.

Sus relaciones más significativas eran:

INDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA:1933-1942			
	<i>Deuda/ingresos públicos.</i>	<i>Deuda / exportaciones</i>	<i>Deuda/PIB %</i>
1933	4.9	3.0	29.4
1934	3.8	1.8	27.3
1935	3.7	1.5	25.6
1936	3.7	1.5	22.2
1937	2.7	1.4	17.8
1938	2.8	1.5	17.0
1939	2.2	1.1	16.2
1940	2.2	1.1	15.6
1941	2.0	1.1	14.2
1942	1.8	1.0	12.5

FUENTE: Elaboración propia con base en los cuadros del Anexo Estadístico y en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., pp. 401, 751, 788, 799 y 1006.

Aunque la proporción del endeudamiento externo respecto a la deuda pública total siguió muy alta, su peso en relación al producto disminuyó.

Por las necesidades de seguridad y alianza en el contexto de la segunda guerra mundial, en este último convenio se obtuvieron condiciones ventajosas para México: las cantidades adeudadas en monedas diferentes al dólar se reexpresaron a nuevas equivalencias cambiarias (\$4.85 por dólar y 4.03 dólares por libra); mediante una quita de capital se pagaría sólo un peso por cada dólar; además, se cancelaron casi totalmente los intereses vencidos. Los términos del convenio serían sólo aplicable a los bonos registrados recientemente según decretos expedidos en ese año; con ello se dejaron fuera bonos por 30 millones de dólares adeudados como capital a países considerados enemigos. Por el convenio, la deuda se redujo de 509,516,222 dólares a 49,560,750 dólares, es decir, 90.27 % menos, como se aprecia en el cuadro:

CONVENIO DE 1946

Capitales adeudados antes del convenio		dls. 274 669 270
Disminución por conversión de monedas		- 44 037 296
Capitales adeudados		dls. 230 631 974
Intereses 1914-1922	dls. 93 867 941	
Intereses 1923-1945	185 016 307	
Intereses totales	dls. 278 884 248	278 884 248
<i>Suma</i>		dls. 509 516 222
Equivalente en pesos		\$2 471 153 677
<i>Deuda según el convenio de 1946</i>		
Por capitales adeudados (pesos)		\$230 631 974
Por intereses 1914-1922		764 394
Por intereses 1923-1945		8 973 291
<i>Suma</i>		\$240 369 659
Equivalente en dólares		dls. 49 560 750

FUENTE: J. Bazant, cit., p. 226.

De esta manera, el monto de la deuda entre 1943 y 1946 es la misma cantidad reducida según el convenio de referencia, por el cual el gobierno adquirió el compromiso de remitir el capital de las deudas, a la equivalencia estipulada de un peso por dólar, antes del 1º de enero de 1963.

Para incluir la deuda ferrocarrilera generada por la expropiación de 1937 se elaboró otro convenio en febrero de 1946, similar en los términos al anterior. Las concesiones obtenidas por México implicó una reducción de la deuda ferrocarrilera de 557,604,382 dólares a 50,509,630 dólares, considerando capital e intereses; esto es, un porcentaje igual al de 1942. Por estos convenios, la deuda exterior total se estableció en 100,070,380 dólares, en 1946.¹⁹

En cuanto al marco macroeconómico, en la década de los 40 México inició un crecimiento sostenido que se prolongó hasta los años 60, apoyado en la expansión industrial, especialmente de la manufactura, en la inversión pública y en el desarrollo de un mercado interno, con sustitución de importaciones e incremento de exportaciones. El auge económico fue proporcionado por las condiciones de la guerra. Estos acontecimientos elevaron la demanda de productos agrícolas, por lo que la producción agrícola nacional adquirió una dinámica importante con el aumento del consumo interno, incluyendo la producción de insumos industriales, y las exportaciones. Pero después de la guerra las importaciones se dispararon

¹⁹ Ibid., pp. 221-231.

hasta que volvieron a caer en el lapso 1948-1950, con la devaluación del fin del quinquenio; en estos dos años se registró un superávit comercial.

El gobierno otorgó facilidades para la importación de maquinaria y equipo, con la finalidad de extender la industrialización sustitutiva de importaciones. Bajo este modelo de desarrollo, se trataba de proteger y promover la industria productora de bienes de consumo duradero para avanzar a la sustitución de bienes de producción, generando una mejor distribución del ingreso, empleo y aumento de la productividad. Los apoyos consistían en exenciones fiscales, formación de capital por inversión física en obra pública y creación de empresas paraestatales. Pero la política de mantener bajas cargas impositivas para no afectar las ganancias empresariales, el subsidiar a la industria mediante las deficitarias empresas públicas productoras de insumos, y las obras de infraestructura, redujeron los ingresos fiscales, lo cual se reflejó en los abultados déficits que presentó la cuenta pública.

Para disponer de los recursos necesarios se impulsó el mercado de dinero y de capitales²⁰ y se recurrió al crédito externo. Pero el financiamiento del exterior fue insuficiente y el gobierno usó el financiamiento inflacionario imprimiendo papel moneda. Esta creación de circulante condujo a la devaluación de 1948. A partir de 1951 las importaciones se recuperaron y ello inició la permanencia durante muchos años de un déficit en la cuenta corriente. El crecimiento logrado en el PIB entre 1940 y 1950 fue de 6%; pero la deuda externa se abultó en la década de los cincuenta.

En 1958 comenzó la aplicación del modelo de “desarrollo estabilizador” que se basaba en la estabilidad de precios y del tipo de cambio, después de la devaluación de 1955. En esos años (hasta mediados de los sesenta), se destacó la producción de bienes de consumo duradero, la de bienes intermedios y la de bienes de producción, pero siguieron predominando las industrias tradicionales (textiles, calzado, etc.). Se privilegió a la industria sobre el campo y continuaron las características ya citadas del proceso de industrialización: proteccionismo frente a las importaciones mediante aranceles y permisos previos; inversión pública en infraestructura; producción estatal de insumos subsidiados y estratégicos; exenciones e incentivos fiscales.

²⁰ Nacional Financiera captaba recursos emitiendo títulos y valores; ofrecía altas tasas de interés que terminaban beneficiando a financieras y aseguradoras. Cfr. Roberto Cabral, “Industrialización y política económica”, en R. Cordera, cit., p. 87.

En ese modelo, el endeudamiento público externo adquirió la función de corrector de desajustes; es decir como ahorro complementario para expandir la inversión y como medio de obtención de divisas para enfrentar los desequilibrios de la balanza de pagos, sin tener que disminuir las importaciones necesarias en la expansión de la inversión. El endeudamiento venía a integrarse como estrategia de crecimiento económico, para ajustar los desequilibrios presupuestal y de cuenta corriente. En su fundamento teórico, el endeudamiento servía para corregir desequilibrios estructurales en el sector externo mientras se hacían cambios estructurales en la economía. Con esta justificación, el país recurrió cada vez en mayor medida al financiamiento externo, endeudamiento progresivo que se hizo evidente a partir de la segunda mitad de los sesenta (véase datos en el Anexo Estadístico).

De esos datos se derivan las siguientes relaciones:

INDICES Y PROPORCIONES DE LA DEUDA EXTERNA:1947-1964			
Año	Deuda/ingresos públicos.	Deuda/ exportaciones	Deuda/PIB %
1947	0.12	0.07	0.8
1948	0.11	0.06	0.7
1949	0.06	0.04	0.7
1950	0.07	0.06	0.6
1951	0.08	0.08	0.7
1952	0.06	0.07	0.6
1953	0.13	0.14	1.1
1954	0.12	0.14	1.3
1955	0.10	0.10	1.0
1956	0.09	0.09	0.8
1957	0.08	0.10	0.7
1958	0.06	0.09	0.6
1959	0.05	0.08	0.5
1960	0.01	0.03	0.2
1961	0.01	0.02	0.1
1962	0.01	0.02	0.1
1963	0.01	0.02	0.1
1964	0.90	2.00	10.5

FUENTE: Elaboración propia con base en el cuadro correspondiente del Anexo Estadístico y en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., pp. 401, 751, 788, 799 y 1006. La baja proporción de la deuda externa en las variables macroeconómicas se debió al Convenio de 1946.

Junto al incremento de la deuda, el desarrollo estabilizador propició la *concentración del ingreso*, es decir, un crecimiento agudamente desigual (de 1958 a 1970, las familias más pobres, de los deciles inferiores, disminuyeron su participación en el ingreso mientras las familias más ricas, del decil superior, la aumentaron). La política de industrialización adoptada desembocó en el *desequilibrio fiscal* (en algunos años se presentó un déficit en las finanzas públicas), puesto que se basó en el otorgamiento de subsidios, en la inversión pública para proyectos de baja rentabilidad, y en el otorgamiento de sobreprotección a la industria nacional generando una estructura oligopólica con un mercado interno cautivo. También en el *desequilibrio externo*, ya que la baja productividad industrial ocasionó un crecimiento insuficiente de las exportaciones manufactureras frente al dinamismo de las importaciones. Para favorecer este tipo de industrialización se descapitalizó el campo, lo cual tuvo efectos negativos en la balanza comercial de productos agrícolas al pasar de un superávit a un déficit en la década de los setenta. Adicionalmente, la política cambiaria llevó a la sobrevaluación del peso en condiciones de tasas de inflación superiores al promedio de los países con los cuales se tenían relaciones comerciales; ello representó un subsidio a los bienes de consumo importados.

Las consecuencias de lo anterior fueron: continuo deterioro de la balanza de pagos, cuyos ingresos provenían solamente de algunos productos (petróleo, café, plata); menores ingresos tributarios, disminución de precios relativos en bienes y servicios del sector público, descapitalización de empresas públicas. O sea, escasez de ingresos públicos frente a los requerimientos de una población creciente a la tasa de 3.3% anual. Sin embargo, el producto creció a tasas muy altas: 7% anual, de 1960 a 1970, y 6.8% anual para todo el período del desarrollo estabilizador (1958-1970).

El déficit externo se financió con endeudamiento. México había caído en la práctica de pedir prestado para pagar anteriores deudas, por lo que los recursos frescos disponibles eran realmente pocos. El monto de la deuda evolucionó de 2,140.4 millones de dólares en 1965 a 4,262.7 millones de dólares en 1970, siendo 1969 el año que registró más crecimiento. En 1970, 76.5% de la deuda pública externa era de largo plazo.

En los indicadores más importantes de la deuda, correspondiente al período 1965-1970, se observa lo siguiente:

a) El endeudamiento neto o recursos netos disponibles se encuentra muy abajo del 50% del financiamiento externo.

b) Hay una creciente participación de los intereses en el servicio de la deuda, especialmente en el último de los años anotados.

c) El impacto del servicio de la deuda, tanto en las exportaciones como en el flujo de divisas, afecta a un poco más del 50% de ambos conceptos.

d) Mientras el déficit de cuenta corriente, o sea, las necesidades de ahorro externo, siguió una tendencia ascendente, el peso en el PIB de los ingresos por exportaciones fue disminuyendo.

En cuanto al origen de los recursos, o tipo de acreedor, observamos que a partir de 1966 el origen privado de los recursos es predominante. Su proporción es la siguiente:

DEUDA PÚBLICA CONTRATADA CON ACREEDORES PÚBLICOS Y PRIVADOS. PROPORCIÓN 1965-1970 (Porcentaje)		
Año	Acreedores Públicos (Porcentaje)	Acreedores Privados (Porcentaje)
1965	58.4	41.6
1966	44.2	58.8
1967	19.2	80.8
1968	28.4	71.6
1969	23.0	77.1
1970	34.4	65.6

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de R. Green, *El endeudamiento público externo de México: 1940-1973*, cit., p. 154, basado en cifras del Banco Mundial, 1971; 1974.

En esa deuda con los acreedores privados es de notar el papel sobresaliente que van adquiriendo los bancos comerciales. De 1967 a 1970 registran un incremento de 79.7% y su participación en el total de acreedores privados se eleva de 36.7 a 38.5 por ciento. Si se recuerda que a mediados de la década de los cuarenta se crean las instituciones financieras internacionales más importantes de posguerra, y que éstas comienzan su actividad crediticia en México desde 1947, ¿cómo es que el componente de acreedores privados, y entre estos el de los bancos, va adquiriendo mayor peso? Examinando el perfil de la deuda en este largo periodo (1940-1970), se observa que son pocos los fondos provenientes de esas instituciones multilaterales: el Fondo Monetario Internacional (FIMI) y el Banco Mundial (BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento). La razón estribó en que México fue un país menos elegible que otros, en virtud de su mayor

estabilidad, para programas de financiamiento estabilizadores de la balanza de pagos. Ello le obligó a buscar recursos en las fuentes externas de carácter privado, las que progresivamente adquirieron predominancia en la composición de la deuda.

Podemos apreciar la baja actividad crediticia de estas instituciones en México, y su evolución, en el cuadro de abajo:

CRECIMIENTO Y EVOLUCIÓN DE LAS ACTIVIDADES
DEL FMI Y DEL BIRF EN MÉXICO: 1947-1970
(Millones de dólares)

Año	FMI	BIRF	Año	FMI	BIRF
1947	22.5		1960		25.0
1949		24.1	1961	45.0	15.0
1950		26.2	1962		160.0
1951			1963		52.0
1952		29.7	1964		
1953			1965		167.0
1954	22.5	61.0	1966		19.0
1955			1967		
1956			1968		142.0
1957			1969		65.0
1958		45.0	1970		146.0
1959	22.5		Total	112.5	977.0
			Promedio anual		44.4

FUENTE: R. Green, *El endeudamiento público externo de México: 1940-1973*, cit., p. 38.

Además del FMI y del BIRF, otras instituciones y organismos, multilaterales y bilaterales, proporcionaron créditos, convirtiéndose en acreedores del gobierno mexicano; éste último tanto en calidad de receptor como de garante de los empréstitos. Es el caso de la agencia especial creada por el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional (CFI), que es una fuente de financiamiento de proyectos para la industria productiva, a tasas de interés comerciales; su actividad crediticia en México, de 1957 a 1965, comprendió 52.6 millones de dólares.²¹ Igualmente, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la institución financiera regional para América Latina, proporcionó créditos a través de sus diferentes programas por la cantidad de 522.1 millones de dólares, entre 1961 y 1970.²²

²¹ R. Green, *El endeudamiento público externo de México: 1940-1973*, cit., p. 42.

²² *Ibid.*, p. 56.

El destino de los créditos de las instituciones mencionadas indica que los proyectos financiados fueron preferentemente para construcción de infraestructura, y para proyectos agrícolas después; es decir, proyectos cuya rentabilidad económica no es inmediata.

Otra fuente de financiamiento en esos años fue la AID: Agencia Internacional del Desarrollo, creada por Estados Unidos para administrar primero el Plan Marshall en la reconstrucción de Europa y, después, destinada a asistir económicamente a las regiones subdesarrolladas. En realidad ha sido un instrumento de la política exterior estadounidense: créditos condicionados (compra de excedentes agrícolas de Estados Unidos), obtención de trato favorable a inversiones de ese país y ayuda militar con propósitos de injerencia. A México le proporcionó entre 1957 y 1966 la cantidad de 87.3 millones de dólares.²³

Adicionalmente, el Banco de Exportación e Importación de Estados Unidos (EXIMBANK) concedió créditos a largo plazo, pero en condiciones de mercado y atados, ya que se destinaron a la adquisición de bienes y servicios estadounidenses. El monto, de 1945 a 1970, fue de 842.8 millones de dólares.²⁴

Se confirma por las cifras mencionadas, y vistas en conjunto, que los recursos obtenidos por esas vías fueron pocos; entre ellos sobresalen los recursos del EXIMBANK. Por este motivo, las posibilidades de sometimiento del país a través de la imposición de políticas económicas de parte de las instituciones financieras internacionales fueron también escasas.

En estos mismos años se presentan en México diversos acontecimientos políticos, como huelgas y movimientos, que confrontan el ejercicio antidemocrático del poder y que demandan cambios sustanciales para ampliar los medios de expresión y participación. El movimiento estudiantil de 1968 reveló la crisis del régimen y significó un verdadero parteaguas en la historia política de México. Pero también se rechazaron los resultados inequitativos de las políticas económicas, favorecedoras de la acumulación y concentración del capital, pero incapaces de asegurar el bienestar de la población. Así, los agudos desequilibrios económicos y sociales se

²³ Ibid., p. 65.

²⁴ Ibid., p. 70.

combinaron con la crisis política para dar término al modelo de desarrollo estabilizador.

5. EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y LA CRISIS DE LA DEUDA (1970-1982).

La mayor parte de la década de los setenta se caracteriza por el "deterioro acelerado del sector externo, el resurgimiento de la inflación y la tendencia al estancamiento de la producción y el empleo"¹, pero también por el giro al endeudamiento externo.

El deterioro y déficit de la cuenta corriente se derivaba del modelo de industrialización adoptado en los años anteriores. Bajo aquella perspectiva se promovió la expansión industrial, sustitutiva de importaciones², para lograr un alto nivel de crecimiento. El déficit industrial inicial que se generara por las importaciones incrementadas del sector,³ sería compensado

¹ Centro de Investigación y Docencia Económica, "La economía mexicana: evolución reciente y perspectivas", en *Economía mexicana*, n° 1. México, CIDE, 1979; p. 7.

² Como antes se mencionó, se pasaría progresivamente de la producción de bienes de consumo no durables a la de bienes de consumo duraderos; luego a la de bienes intermedios y, por último, a la de bienes de capital. Todas estas industrias se pueden clasificar en *nuevas* (transporte, productos metálicos, maquinaria y aparatos eléctricos, maquinaria no eléctrica); *intermedias* (química, metálicas básicas, minerales no metálicos, papel, hule); *maduras* (alimentos, textiles, calzado y vestido, bebidas, madera y corcho, cuero, imprenta y editorial, tabaco). De ellas, las ramas nuevas se mostraron más dinámicas en el periodo 1950-1975, con una tasa de crecimiento superior al crecimiento de la demanda interna; fueron seguidas de las ramas intermedias y de las maduras, en este orden. Cfr. Jaime Ros y Alejandro Vázquez Enríquez, "Industrialización y comercio exterior 1950-1977", en *Economía mexicana*, n° 2. México, CIDE, 1980; pp. 30 y 32.

³ Esto se debe al tipo de industrialización que tuvo México. Históricamente hay dos tipos de industrialización: avanzada y tardía. En el primer caso, en sus inicios "la producción y la demanda emergen simultáneamente mientras las importaciones son inexistentes. Si la producción crece más rápidamente que la demanda interna, ello no se debe a la existencia de procesos de sustitución de importaciones sino más bien al crecimiento de las exportaciones, que coincide en que la demanda interna emerge en otros países y se satisface esencialmente de importaciones. En fases más avanzadas y maduras, en las que la demanda interna pierde dinamismo, la producción se desplaza a otros países, la demanda interna se satisface crecientemente mediante importaciones y las exportaciones pierden dinamismo...". Así, en los procesos de industrialización avanzada, los estadios iniciales se relacionan con una balanza comercial superavitaria, y los estadios finales de menor dinamismo de la demanda interna con una balanza comercial deficitaria.

En la industrialización atrasada o tardía, los estadios iniciales se caracterizan por una situación deficitaria y los maduros con una situación superavitaria. La consecuencia en el país atrasado es un déficit comercial en las industrias nuevas y dinámicas, y en varias de las ramas intermedias; y un superávit en las industrias maduras tradicionales. Este es el caso de México, donde las primeras superan a las segundas produciendo un déficit comercial global. *Ibid.*, pp. 37 y 39-40.

Así, entre 1950 y 1977 se distinguen cuatro estadios en la industria:

por otras balanzas superavitarias: agropecuaria y de servicios. Estas serían las fuentes internas de financiamiento y los factores equilibrantes de la balanza de pagos. En un segundo momento, el sector industrial generaría con sus exportaciones los ingresos necesarios para financiar las importaciones y mantener las tasas históricas de crecimiento de la producción y el empleo.

El problema fue que ese nivel de exportaciones industriales no se alcanzó y el superávit agrícola, principal componente del superávit agropecuario, se redujo. El deterioro de la balanza comercial agrícola surgió desde 1965 a partir de la caída en la producción agrícola per cápita. Esto tampoco fue compensado por la balanza petrolera debido al rezago de la producción de petróleo, incluyendo los años del auge de los precios (1973 y 1974) cuando se registra más bien déficit en la balanza comercial petrolera; a partir de 1975 se logra un superávit. La balanza de servicios tuvo superávit crecientes de 1970 a 1974, pero decrece en 1975 y 1976. Otro factor agravante fue la recesión de la economía internacional. La aportación decreciente de estas balanzas superavitarias para cubrir el déficit en la balanza deficitaria industrial se aprecia en el siguiente cuadro:

FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT COMERCIAL INDUSTRIAL 1961-1975

	1961-65	1966-70	1971	1972	1973	1974	1975
Déficit industrial (en % de la producción manufacturera)	12	11	10	10	11	11	13
Superávit agropecuario ¹	49	38	29	29	19	3	2
Superávit en servicios ¹	43	36	42	40	48	43	29

1. Demanda interna emergente, satisfecha con importaciones; las exportaciones son casi inexistentes.
2. La producción local se establece firmemente, lo que se refleja en una dinámica sustitución de importaciones. La demanda interna mantiene su dinamismo, la producción crece más que la demanda; caída del coeficiente de importación, los coeficientes de exportación son inferiores al promedio de la industria. "El crecimiento de las importaciones se ve sujeto a fuerzas contradictorias: por un lado el dinamismo de la demanda interna que tiende a mantenerlo entre los más altos de la industria; por otra parte, la caída de los coeficientes de importación que tiende a reducirlo".
3. Pérdida de dinamismo de la demanda interna; los coeficientes de importación caen más lentamente; en consecuencia, la tasa de crecimiento de la producción se reduce, pero aun es mayor que la demanda interna debido al aumento de los coeficientes de exportación y al rápido crecimiento de las exportaciones.
4. Decadencia de la demanda interna, ahora es inferior al promedio de la industria; la producción local se estanca; el coeficiente de importación se estanca o aumenta; el coeficiente de exportación se reduce, estanca o cae. *Ibid.*, pp. 33-34.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT COMERCIAL INDUSTRIAL 1961-1975

	1961-65	1966-70	1971	1972	1973	1974	1975
Superávit petrolero ¹	1	0	-3	-4	-9	-8	3

¹ En porcentaje del déficit industrial.

FUENTE: CIDE, *Economía mexicana*, n° 1, 1979; p. 7.

La incapacidad que mostraba el sector industrial para corregir el déficit externo parecía deberse a las propias modalidades de la industrialización: a) concentración de la sustitución de importaciones en producción de bienes de consumo (duraderos, principalmente); b) mercado interno reducido que reflejaba alta concentración del ingreso; c) baja rentabilidad relativa de la producción dirigida al mercado externo (baja competitividad por desaprovechamiento de economías de escala); d) participación creciente de la inversión extranjera con alto contenido de importación de bienes de capital e intermedios, además de la expansión de pagos al exterior; e) intervención económica estatal en apoyo de la industrialización.⁴

Con un mercado interno reducido, la mayoría de las ramas, sobre todo las más dinámicas, productoras de bienes intermedios, duraderos y de capital, trabajan por debajo de su capacidad instalada.⁵ Es en ellas donde existen mayores capacidades ociosas. "En estas ramas la expansión industrial basada en la sustitución de importaciones orientada exclusivamente al mercado interno se ve limitada por la estrechez de dicho mercado, no logrando garantizar en consecuencia, las economías de escala que las cuantiosas inversiones requieren".⁶ La operación de las plantas industriales se hace a costos más altos, lo cual aunado a una estructura de protección y de mercado oligopólico redundó en precios más altos; con ello

⁴ Cfr. CIDE, "La economía mexicana: evolución reciente y perspectivas", en *Economía mexicana*, n° 1, cit., p. 8.

⁵ Ya desde la década anterior, se perfilan las condiciones que crean la desocupación de las capacidades de la planta industrial frente a la dinámica inferior del mercado interno. De 1960 a 1970 el índice que relaciona la tasa de crecimiento del consumo sobre la tasa de crecimiento de la inversión disminuye: de 100 a 78.5. Es decir, se produjo un mayor ritmo de la formación de capital industrial creando un aparato productivo potencial mayor que la demanda. Con esta mayor capacidad ociosa en la industria se abate la rentabilidad y disminuye en consecuencia la inversión privada. Cfr. José Blanco, "El desarrollo de la crisis en México, 1970-1976", en R. Cordera, cit.; p.332-333.

⁶ Julio Boltvinik y Enrique Hernández Laos, "Origen de la crisis industrial: el agotamiento del modelo de sustitución de importaciones. Un análisis preliminar", en R. Cordera, cit.; p. 502.

los empresarios obtenían ganancias también más altas, de tipo oligopólicas. Esto repercutía negativamente en la expansión de mercados potenciales.

Con estas características, la economía tuvo dificultades para pasar de la etapa de sustituciones fáciles (bienes de consumo no duraderos, bienes intermedios), con un mercado interno protegido por cuotas y aranceles, a las difíciles (bienes de consumo duradero y bienes de capital). En esta otra etapa se requieren inversiones para lograr una cierta masa de capital y mayor complejidad tecnológica por los procesos más intensivos de capital. Tanto una como la otra sólo se realizan si se constituyen economías de escalas. La magnitud de esas inversiones dificulta la obtención de financiamiento. Esta fue una causa para motivar una mayor inversión extranjera.

Se puede concluir que el desequilibrio comercial externo tenía un carácter estructural, "en el sentido de que la tendencia a un creciente déficit externo es atribuible a un desajuste entre la estructura de la producción industrial y la estructura y tendencias tanto de la demanda interna como del comercio internacional. Este desajuste parece corresponder, por otra parte, al 'ciclo de crecimiento' de la rama industrial característico del tipo de industrialización seguido en México".⁷

La insuficiencia de fuentes internas de financiamiento obligó a recurrir al endeudamiento externo que se convirtió en la principal fuente de recursos para cubrir el déficit industrial:

ENDEUDAMIENTO EXTERNO 1961-1975
(Porcentaje¹)

1961-1965	1966-1970	1971	1972	1973	1974	1975
7	26	32	35	42	62	66

¹ En porcentaje del déficit industrial.

FUENTE: CIDE, *Economía mexicana*, n° 1, cit., p. 7.

El déficit industrial desequilibraba la balanza comercial y ésta, a su vez, incrementaba el déficit en cuenta corriente, el cual se constituyó en una restricción externa al crecimiento, por lo que el endeudamiento externo se acumuló, hasta que "acabó por generar un déficit equivalente en la balanza de ingreso neto pagado al exterior".⁸

⁷ Jaime Ros y Alejandro Vázquez Enríquez, cit., p. 42.

⁸ CIDE, "Economía mexicana: evolución reciente y perspectivas", en *Economía mexicana*, n° 1, cit., p. 10.

Adicionalmente al desequilibrio externo, y como otro elemento coadyuvante del mismo, la inflación marcó la economía de los setenta, después de una relativa estabilidad entre 1956 y 1970. La evolución del crecimiento de los precios de 1971 a 1977 fue: 5.3; 5.0; 12.0; 23.7; 15.1; 15.8 y 28.9.⁹

Así, entre 1971 y 1972 la inflación se redujo por la recesión de 1971 y el estancamiento de los precios internacionales de productos agropecuarios. En 1973 se elevó por el incremento de precios internacionales de materias primas e importación de bienes intermedios, aunado a la crisis agrícola interna (caída de la producción agrícola per cápita y modificación de términos de intercambio). En 1974 subió, entonces al contrario, por el incremento de materias primas e importaciones, el incremento de precios y tarifas de las empresas públicas (especialmente del petróleo) y el aumento de impuestos indirectos (aumento de tarifas a la importación). En estos dos últimos años (1973 y 1974), los precios internos se elevaron por el efecto de la importación de productos agrícolas básicos a precios mayores. En 1977 el aumento fue a causa de la devaluación de 1976.¹⁰

⁹ Calculado con base en el INPC (1970=100). INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, p. 960. Pero en NAFINSA, *La economía mexicana en cifras 1990*, p. 529, se ofrecen otras cifras sobre la inflación para algunos de esos años: 1975: 11.2; 1976: 27.2 y 1977: 20.7.

¹⁰ Jaime Ros, "Inflación: la experiencia de la presente década", en *Economía mexicana*, n° 1, 1979; p. 46. Este autor explica la formación de precios, que presentan mecanismos sustancialmente distintos en cada uno de los principales sectores productivos: "...los determinantes de los precios internos de la producción agropecuaria parecen ser, en orden de importancia, los siguientes: las condiciones de producción y demanda en el mercado internacional que muestran una influencia considerable sobre los productos de mayor importancia en la producción, el consumo y el comercio exterior; la política oficial de precios que parece tener efectos diferentes dependiendo de la importancia de los productos en la producción y el comercio exterior; finalmente, las condiciones de producción y demanda en el mercado interno que afectan libremente sólo a un grupo marginal de productos.

"En el sector manufacturero, el mecanismo de formación de precios parece sujeto a....dos determinantes principales: los costos de producción en que se incurre a un nivel 'normal' (o tendencial) de utilización de la capacidad productiva instalada y un margen de ganancia sobre estos costos normales, determinado por fuerzas económicas que actúan principalmente en el largo plazo y que no muestra variaciones cíclicas sistemáticamente relacionadas con las fluctuaciones de corto plazo en la presión de la demanda.

"....cabe señalar, finalmente, el de los bienes y servicios producidos por el sector público. Estos precios están sujetos directamente a decisiones de política económica gubernamental y....deben guardar alguna relación sistemática con los costos de producción...". *Ibid.*, pp. 41-42.

El sistema de precios varió: de 1951 a 1974 se utilizó el régimen de precios máximos aplicable a un reducido número de productos de alto consumo; a partir de 1974 rigió la fijación de precios por variación de costos, es decir, los precios de los productos incluidos sólo podían elevarse cuando el costo total de la empresa aumentara globalmente en más de 5%.¹¹ Con esta política de precios se hizo recaer el peso de las medidas antiinflacionarias en los salarios, ya que se permitía mantener el margen de ganancia.¹²

Sin embargo, el combate a la inflación, basado en esa política de precios y en la contracción de la demanda, no tuvo los efectos esperados por la relación estrecha con la evolución de los precios internacionales, aunado a la presión de la demanda interna de productos agrícolas (el consumo agrícola aumentó entre 1970 y 1975), el deterioro de los términos de intercambio internos entre el sector manufacturero y el agrícola y el mantenimiento del margen de ganancia industrial.

Con la erosión del ingreso real manufacturero, la pérdida de competitividad de este sector y el de servicios “en los mercados internos y externos, junto con el lento crecimiento de la demanda mundial, agravó la tendencia de largo plazo al deterioro del sector externo”.¹³ Este aumentó de 1974 a 1976 mientras la balanza agropecuaria continuó deteriorándose.

Las mencionadas dificultades económicas locales e internacionales desde los inicios de la década de los setenta, que afectaban las condiciones de vida de los trabajadores por la política salarial, unidas al debilitamiento del régimen de control político, hicieron necesario proclamar otro modelo, llamado ahora de “desarrollo compartido”. Este tenía un propósito declarativo de justicia social; para llevarlo a cabo se estableció una política económica correctora de desequilibrios regionales y sectoriales. Así, se planteó atender las zonas rurales impactadas por la crisis agrícola, se diseñó una política industrial para promover la planta productiva exportadora; se anunció una reforma fiscal para obtener recursos adicionales utilizables en la expansión de la inversión pública, sin recurrir a deuda externa.

¹¹ *Ibid.*, p. 48. Los productos se liberaron progresivamente.

¹² Jaime Ros, “Economía mexicana: evolución reciente y perspectivas”, en R. Cordera, *cit.*, pp. 344-348.

¹³ *Ibid.*, p. 344.

Los empresarios se sintieron afectados por las reformas fiscales anunciadas, provenientes de un gobierno del cual desconfiaban en razón de su discurso y manifestaciones "populistas"; su oposición duró todo el sexenio echeverrista. El conflicto tuvo momentos agudos cuando se anunciaron medidas tales como: descentralización de la industria, impuesto del 10% en los artículos de lujo, la semana laboral de 40 horas, escala móvil de salarios, vigilancia y control de precios, elevación de algunos aranceles y control de ciertas importaciones; algunas de estas medidas simplemente no se llevaron a cabo. Las tímidas reformas repercutieron en una caída inicial de los ingresos efectivos del gobierno: únicamente 5% de crecimiento en 1971, frente al incremento de 10% en 1969, de 7% en 1970 y de 9.4 % de promedio entre 1967 y 1970.

En los primeros años se aplicó una política económica que alternaba las medidas recesivas y las medidas estimulantes. El objetivo era lograr crecimiento sin inflación y al mismo tiempo detener la inflación sin agudizar el estancamiento. Los instrumentos que se utilizaron fueron: orientación del monto y destino del gasto y la inversión públicos, restricciones a la importación, estímulos a la exportación, atracción de capitales externos y diversificación de mercados. Ello produjo mejoría en la cuenta corriente en 1971 y 1972, pero también un bajo nivel de crecimiento en 1971.

Ante la insuficiencia de las medidas, en 1973 se impusieron mayores restricciones a la importación y se recurrió al endeudamiento externo, que adquirió una dinámica creciente a partir de ese año.

Los desequilibrios de la economía, la persistencia de los déficit presupuestal y de cuenta corriente, la debilidad financiera del Estado, asociada a las relaciones conflictivas del gobierno con los empresarios, quienes como medida de presión abatieron su tasa de inversión, y el mantenimiento de una moneda sobrevaluada, propiciaron una aguda especulación contra el peso y una gran fuga de capitales que absorbió una parte significativa de los ingresos obtenidos a través del endeudamiento.

Destaca el año de 1976 como el más alto en fuga de capitales, es el mismo año en que los indicadores macroeconómicos sufrieron su mayor deterioro: la caída del PIB (sólo 4.2%) y del PIB por habitante (1.2%), el desmesurado déficit público (9.1%) y el descontrol de la inflación (27.2%).

El proceso de agotamiento de las reservas por la enorme fuga de capitales, en un contexto de incertidumbre política y de cambio sexenal,

aumentó la debilidad del peso. Esto obligó a que en agosto de 1976 se abandonara el régimen de cambio fijo y se adoptara la flotación del peso, decretándose de hecho una devaluación. Con ello, 22 años de estabilidad cambiaria se acabaron. Once días después se estableció la nueva paridad del peso: \$19.70 a la compra y \$19.00 a la venta, por dólar estadounidense. La devaluación había sido del 58% (compra).

Sin embargo, la devaluación no detuvo la fuga de capitales; ésta continuó su ritmo alimentada por rumores sobre el congelamiento de cuentas en el sistema bancario, que generaban la desconfianza de los ahorradores. Por ello, el 26 de octubre siguiente se dejó flotar otra vez el peso, estableciéndose una nueva paridad de \$26.60, que implicó 35% de devaluación mientras la acumulada llegaba a 113%. La devaluación tuvo un doble efecto: recesivo e inflacionario.

En esas circunstancias tan críticas, el recurso disponible para el gobierno era incrementar aún más el financiamiento externo, pero se debían crear las condiciones internas y externas para obtener el acceso a los recursos. Esto significó establecer un Convenio de Facilidad Ampliada con el FMI y firmar una Carta de Intención que definía un programa de estabilización para resolver la crisis de divisas, antecedente de los consecutivos acuerdos de la década siguiente.

El diagnóstico en que se basó el FMI fue que el excesivo proteccionismo industrial y la expansión del déficit fiscal, financiado con deuda externa, ocasionaron un exceso de demanda y una restricción en la oferta de producción, con incremento de inflación estimulada también por el aumento de salarios que afectó la competitividad en mercados extranjeros. Esto provocó el desequilibrio en la balanza de pagos, lo que condujo a la sobrevaluación del peso, para lo cual se aplicó el correctivo de la devaluación. Para el control y resolución del problema la institución internacional recomendó las siguientes medidas, mismas que se comenzaron a aplicar en 1976: reducción del gasto público, expansión restringida del crédito interno, eliminación de tarifas y subsidios en el comercio exterior, contención salarial, aumento de reservas internacionales, no restricción de pagos internacionales ni de transferencias corrientes.

Por este convenio, el FMI aprobó y proporcionó recursos por la cantidad de 800 millones de dólares¹⁴ para apoyar el peso, pero el acuerdo de estabilización limitaba el incremento del endeudamiento externo neto al

¹⁴ J. A. Gurriá, cit., p. 18.

máximo de 3,000 millones de dólares anuales durante los siguientes tres años; además, se condicionaron a: incrementar el PIB de 4.2% en 1976 a 7% en 1979; aumentar la formación de capital de 23% del PIB en 1976 a 28% en 1979; un vertical ajuste fiscal que suponía la reducción del déficit de 9.1% del PIB a 2.5%, y aumentar los ingresos del sector público de 26.3% del PIB a 28%, todo ello en los tres años siguientes.¹⁵ También planteaba recuperar la confianza del sector privado, incrementar la rentabilidad de las empresas y no expandir artificialmente el mercado interno.

El papel protagónico del endeudamiento externo en ese sexenio se explica a partir de la escasez de recursos internos y del crecimiento del déficit estructural en la cuenta corriente: éste da a partir de 1974 un importante salto, a la par del déficit de la balanza comercial, su principal componente, pero igualmente desde ese año la balanza comercial disminuye su participación en el déficit de la cuenta corriente. En 1976 las importaciones disminuyeron a consecuencia de la devaluación.

En cuanto a la evolución del endeudamiento, después que en 1971 se contrata poca deuda debido a la crítica presidencial de la práctica de hacer depender el país del financiamiento externo, confiando en que las medidas fiscales dispuestas bastarían para obtener los recursos públicos necesarios, en 1972 se eleva la adquisición de deuda (de 1970 a 1972 creció 18.8%), pero es en 1973 cuando se produce un giro decisivo en la historia del endeudamiento: el financiamiento externo crece espectacularmente en 39.6% y mantiene la tendencia creciente en los siguientes años hasta alcanzar en 1976 la cifra de 19,600.2 millones de dólares; es decir, entre 1973 y 1976 la deuda creció 177.2%. Esto significa que de 1970 a 1976 la deuda externa del sector público se incrementó en 15,337.5 millones de dólares, o sea un incremento sexenal de 360 % y promedio anual de 29 %.

A la par del endeudamiento progresivo corría el creciente déficit presupuestal, que en 1973 fue de 6.3% y en 1975 ascendió a 9.3%. El endeudamiento externo permitió un alto nivel de inversión pública que se reflejó en las tasas de crecimiento económico en 1972 y 1973: 8.5 y 8.4% respectivamente. La deuda pasó entonces a justificarse como un factor necesario para el crecimiento. Pero ese mayor gasto público, financiado externamente, causó también más desequilibrios en el sector externo por el incremento de las importaciones.

¹⁵ R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 23.

El peso e impacto de la deuda, tanto en la economía nacional como respecto a los recursos, se puede apreciar en los diversos indicadores anotados en los cuadros correspondientes. Ellos muestran que:

a) La deuda o financiamiento externo vía préstamos ocupa en los dos últimos años una muy alta proporción de los ingresos de divisas provenientes de otros conceptos.

b) El período revela la lluvia de préstamos que el país contrató, los cuales por su magnitud rebasaban los pagos de capital, con lo que el endeudamiento neto subió aceleradamente.

c) En los años analizados, la mayor proporción de los requerimientos de divisas correspondió al servicio de la deuda primero, al déficit de la balanza comercial después y, por último, al servicio de nuevo.

d) Hay un salto cuantitativo que se da en el servicio de la deuda y de sus componentes, amortizaciones e intereses, entre 1972 y 1973. Es particularmente notable el incremento de estos últimos: 60% de 1973 a 1974, 42.3% en promedio desde 1973; así como en su participación en el servicio (se eleva a la mitad o más desde 1974).

e) La fuga inmediata de los recursos obtenidos sólo hacía crecer el endeudamiento y debilitaron la moneda hasta llegar a la devaluación de 1976.

f) En 1973 y 1976 se registra la mayor participación del servicio de la deuda en el flujo de divisas y en los ingresos por exportaciones. Y es que mientras los intereses entre 1970 y 1976 se incrementaron en 354.2% (28.7 de promedio anual), la IED varió sólo en 14.7% (2.3% de promedio anual). Se debió a que la inversión se dirigió a la compra de empresas ya establecidas en un contexto de restricciones en Estados Unidos para la salida de capitales de inversión, y a la pérdida de ventaja comparativa de México en mano de obra e insumos por el proceso inflacionario interno.

Es decir, que la contratación mayor de deuda externa elevó la salida de divisas a través del creciente pago de intereses. Por esta vía, el endeudamiento externo, fuente principal de financiamiento del déficit en cuenta corriente, se convirtió en el principal generador de dicho déficit. Este es un esquema de dependencia financiera Ponzi: endeudamiento para pagar los intereses sin que la deuda disminuya, recursos que el funcionamiento de una unidad o entidad económica es incapaz de generar. Esta salida de divisas por concepto de intereses aumentó el déficit por pagos a factores que no fueron compensados por la balanza de servicios.¹⁶

¹⁶ Pablo Ruiz, "Desequilibrio externo y política económica en los setentas", en R. Cordera, cit., p. 551.

Con el salto hacia el endeudamiento, a partir de 1973, se perfilan otras características de la deuda; ellas son: la privatización de la deuda (predominio de los acreedores privados) y la preponderancia de los bancos entre los acreedores privados. En 1973, los acreedores privados representaban el 70.4% del total de deuda pública. Según los datos disponibles, la tasa de crecimiento anual de la deuda con acreedores privados fue de 35.9 y subió 531% de 1970 a 1976. En esto influyó la política crediticia restrictiva de los organismos financieros internacionales.

La información anterior determina que el origen del creciente déficit de la cuenta corriente se ubicó en el sector público, de donde se derivó a su vez la mayor presión por fondos prestables internacionales. Esto representó una salida a la restricción externa al crecimiento que representaba el déficit en ese sector, lo cual propiciaba el endeudamiento externo. Sin embargo, la deuda progresiva terminó por aumentar el desequilibrio en ese sector con los pagos crecientes, obligó a restringir importaciones e impactó negativamente el crecimiento del producto. Esta relación, ya contenida en los cuadros correspondientes, se puede observar también en el cuadro siguiente, donde se comparan las exportaciones netas ($NX = M - X$) con el crecimiento del PIB:¹⁷

¹⁷ Esta relación entre desequilibrio externo y déficit público no es directa: "Existe una teoría ampliamente difundida que afirma que hay una relación directa entre el déficit presupuestario y el empeoramiento de la posición en el mercado de cambios exteriores. Resulta difícil comprender qué tipo de relación puede ser ésta: la posición en el mercado de cambios exteriores depende de la balanza comercial y no hay ninguna relación directa entre ésta última y el déficit presupuestario. Existe, sin duda, una relación indirecta. Si el déficit presupuestario se cubre mediante la creación de poder adquisitivo, entonces induce un crecimiento en la producción. De este modo, contribuye al alza de las importaciones y con ello al empeoramiento de la posición en el mercado de cambios exteriores. Si, por el contrario, el déficit presupuestario se financia mediante créditos que no signifiquen un aumento del poder adquisitivo, es decir, a expensas de los créditos a los empresarios privados, entonces no hay ningún incremento de la producción, por lo que no empeora la posición en el mercado de cambios exteriores. El déficit presupuestario sólo afecta desfavorablemente a la posición en el mercado de cambios exteriores en el caso de que afecte favorablemente a la producción.

Sin embargo, hay una excepción a esta regla. Si la gente acepta la 'teoría' de que existe una relación entre el déficit presupuestario y la posición en el mercado de cambios exteriores, la aparición de un déficit presupuestario les inducirá a atesorar oro o divisas extranjeras. Los efectos de este atesoramiento sobre la posición en el mercado de cambios exteriores pueden ser mucho más graves que los provocados por un déficit presupuestario que haga aumentar la producción". Michal Kalecki, "El auge económico y la balanza de pagos", en M. Kalecki, *Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos*, Barcelona, Ed. Ariel, 1973; pp. 73-74.

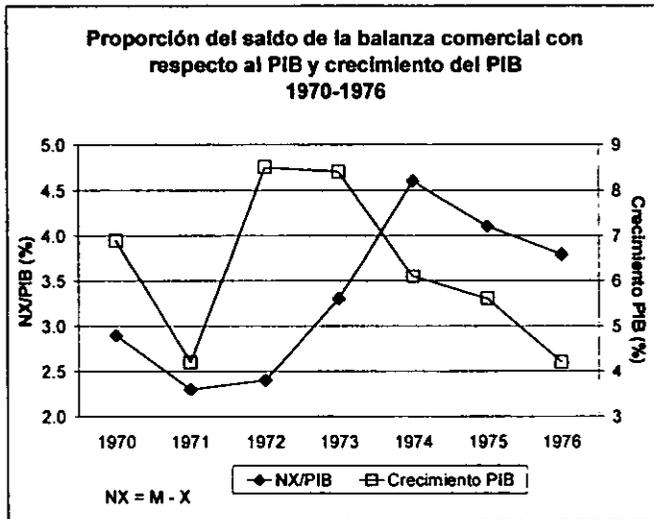
BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1970-1976
(Porcentaje)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
NX/PIB	2.9	2.3	2.4	3.3	4.6	4.1	3.8
PIB (crecimiento)	6.9	4.2	8.5	8.4	6.1	5.6	4.2

NX = M - X. Su signo positivo representa un déficit comercial y negativo, un superávit.

FUENTE: Elaboración propia con base en los cuadros del Anexo Estadístico.

La gráfica de esos resultados es la siguiente:



Este período terminó con los efectos de una crisis económica, debilidad gubernamental frente a los grupos empresariales y un programa de estabilización como herencia para el siguiente sexenio, que trataría en sus inicios de reconstruir las relaciones con los factores de poder económico y cumplir con los compromisos asumidos ante las instituciones financieras internacionales.

El gobierno de López Portillo ratificó la Carta de Intención firmada con el FMI. Con ello, el nuevo Presidente esperaba crear confianza en los inversionistas para detener la fuga de capitales, que se presentaba como el principal problema inmediato. Para incrementar esa confianza se aprobó la

Ley General de Deuda Pública, que limitaba el endeudamiento a un papel complementario y a la capacidad de pago del país¹⁸.

Por el límite impuesto al endeudamiento, la deuda externa sólo se incrementó en 10,157 millones de dólares de 1976 a 1979, un poco más de los 3 mil millones anuales fijados por el acuerdo de estabilización; aquella cifra representaba un incremento acumulado de 51.8% y promedio de 14.9%. Así, en 1977, primer año de vigencia del acuerdo, la deuda aumentó en 3,311.9 millones de dólares, equivalente a 16.9% de incremento; cifra notablemente inferior al aumento de 35.6% correspondiente al año anterior, 1976. Igualmente, el endeudamiento del primer subperíodo (1976-79) contrastó agudamente con el siguiente subperíodo, cuando entre 1980-82 se elevó en 25,061.4 millones de dólares, lo cual significó un aumento acumulado de 97.8% y promedio de 31.9%.

El efecto de las restricciones fue benéfico, pues la fuga de capitales disminuyó sensiblemente respecto a 1976 y hasta se produjo una repatriación de capitales en 1979. Aún con esas limitantes, México fue el principal destinatario de los préstamos del euromercado en los años de 1977, 1978 y 1979.¹⁹

El entorno macroeconómico en que se desarrolló ese endeudamiento se explica a partir de las características estructurales descritas en el capítulo anterior, algunas de las cuales se prolongan en estos años, y por las medidas de política económica derivadas del programa de estabilización firmado con el FMI.

Con estas medidas se obtuvieron resultados positivos aparentes: la inflación se redujo (de los 20.7% en 1977 a 16.2% en 1978) debido a la estabilidad relativa del tipo de cambio, al rezago en precios de bienes públicos, a la baja en los precios relativos internacionales de bienes agropecuarios y al descenso de los salarios reales. Bajó el déficit en cuenta corriente y en 1978-79 se produjo una recuperación de las tasas históricas de crecimiento (8.9% y 9.7%, respectivamente), mientras la contención salarial se aplicó eficazmente en 1977 y 1978 (10% y 12% de aumento en enero, respectivamente).

¹⁸ Esta ley se modificó en 1984 creando la obligación al Ejecutivo de informar al Congreso, en los días previos al término de cada trimestre, sobre los cambios en el monto de la deuda pública.

¹⁹ R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., pp. 28-29 y 35-37.

Sin embargo, la recuperación tenía un carácter desequilibrado y de hecho continuó la trayectoria de crecimiento que había conducido a la crisis de 1976: el sector agrícola mostraba signos de estancamiento, con crecimiento menor al poblacional en 1979; existía rezago en el sector productor de bienes durables porque éste se determinaba principalmente por el nivel de empleo y de salarios reales, y éstos se habían deteriorado, con lo cual disminuyó la participación de los asalariados en el producto; la mejoría en la cuenta corriente fue gracias a las exportaciones masivas de petróleo; la producción petrolera se expandió pero al costo de un gran endeudamiento por la importación de equipo; y persistían a finales de los setenta las causas de la inflación del período previo a la devaluación. El desequilibrio en el crecimiento sectorial se puede observar en el siguiente cuadro:

TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCCIÓN POR SECTORES: 1978-1981
(Porcentaje)

	1978	1979	1980	1981	1977-1981
Producto interno bruto*	8.3	9.2	8.3	8.1	8.1
Sector petrolero	16.9	18.2	23.6	17.6	19.1
Sector no petrolero	8.0	8.9	7.9	7.8	8.2
Agropecuario	6.1	-3.0	7.2	6.5	4.1
Cultivos para consumo interno	6.9	-20.9	30.0	16.7	6.4
Cultivos para exportación	1.5	-8.7	-6.4	-4.4	-4.6
Ganadería e insumos ganaderos	2.3	2.6	3.1	6.1	3.5
Manufacturas	9.0	10.1	7.0	7.7	8.4
Bienes de consumo no durables	5.0	8.4	5.5	5.9	6.2
Bienes de consumo durables	18.4	15.2	9.0	13.5	14.0
Bienes de inversión	22.6	14.8	10.4	15.1	15.6
Electricidad	7.9	10.3	6.5	9.0	8.4
Construcción	12.4	13.0	12.3	11.5	12.3
Comercio	7.8	12.1	8.4	9.2	9.4
Servicios	7.3	8.7	7.9	7.1	7.8

*La cifra del producto en 1981 difiere de la que manejamos para el período. Para respetar la coherencia de estos datos y porque de todas formas ilustran la tendencia, las conservamos como en el texto original.

FUENTE: CIDE, *Economía mexicana*, núm. 4, 1982; p. 10. Elaborado con datos de diversas fuentes.

En 1980 se observa claramente el desequilibrio entre la economía no petrolera, que se redujo, y la economía petrolera, que se expandió. A medida que se desarrollaba la expansión económica, la economía no petrolera se deterioraba. Al tiempo que el crecimiento de la manufactura se desacelera y tiene una expansión inferior a la producción total, se genera un aumento del déficit externo en los sectores no petroleros, alimentado fundamentalmente por el déficit comercial industrial que excede el superávit petrolero: 9,866.1 millones de dólares frente a 9,099.5 millones, pero el déficit no petrolero ascendía a 14,145.8 millones de dólares.²⁰

Este deterioro se origina en el rápido crecimiento de las importaciones de manufacturas de los años de recuperación (1977-1980), y se debe al cambio estructural de la demanda (alto crecimiento de la demanda y de la producción de los sectores productores de bienes de capital y de consumo durable), pero no de sustitución de importaciones como en los años de auge (63-70).²¹ A ello contribuyó el acentuamiento de la política de liberalización del comercio exterior para abrir la industria a la competencia internacional

Con la expectativa del aumento de los ingresos públicos por concepto de exportaciones petroleras, cuyo precio estaba repuntando (13.6 dólares por barril en 1977), en 1978 se fijó una meta elevada de creación de empleos y de crecimiento. A partir de entonces, pero sobre todo una vez concluido el convenio con el FMI en 1979, el gasto público creció estimulado por las grandes inversiones de PEMEX, a quien se pretendía convertir en palanca del crecimiento. Vinieron los años de la abundancia de recursos provenientes de dos fuentes: créditos fáciles por la existencia de capitales externos excedentes e ingresos por la factura petrolera gracias a la segunda gran alza de los precios, que llegó hasta 33.2 dólares por barril en 1981. El gobierno utilizó ampliamente ambas vías.

Estos recursos sirvieron para superar la restricción externa al crecimiento, expandir el gasto público e impulsar la recuperación económica. Bajo esta perspectiva se formuló una serie de planes globales y sectoriales; entre ellos, el Plan Global de Desarrollo, 1980-1982 (PGD). Este Plan estableció altas metas de crecimiento (8.0), empleo (4.2), inversión pública (14.0) e inversión privada (13.0). Fijó como objetivos: fortalecimiento de la economía, aumento de los mínimos de bienestar y mejoramiento de la distribución del ingreso. Se trazaron límites a otras variables: en el déficit de

²⁰ CIDE, *Economía mexicana*, núm. 3, 1981; p. 10.

²¹ CIDE, *Economía mexicana*, núm. 3, 1981; p. 11.

cuenta corriente (0.7% del PIB), déficit del sector público (4.2% del PIB) e inflación (4 ó 5 puntos arriba de la de Estados Unidos, es decir, 10.0 aproximadamente). Para 1981, mientras las metas de crecimiento se alcanzaron y hasta se rebasaron, las variables de control se desequilibraron.²²

Además, el endeudamiento externo dio un salto exorbitante, particularmente en 1981. En ese año alcanzó la cifra de 52,960 millones de dólares, es decir, un crecimiento de 56.6% respecto al año anterior, correspondiendo el mayor crecimiento a la deuda de corto plazo con 621% (la de largo plazo sólo creció 30.6%). Como grande fue en ese año la fuga de capitales, estimada en 8,357.4 millones de dólares, 97.5% del endeudamiento neto de ese mismo año (8,573.9 millones de dólares).

A la par de una fuente de recursos que permitió superar temporalmente la restricción externa, PEMEX fue un componente importante de ese endeudamiento, en virtud de que una parte significativa de su expansión se sostuvo con financiamiento externo. Esto era así porque los pagos fiscales crecientes, que el gobierno le requería para cubrir el déficit gubernamental, le impedían disponer ampliamente de sus ingresos. En su perfil de endeudamiento se observa que su proporción en la deuda pública externa evoluciona de un 11.3% en 1976 a 29.6% en 1981, mientras que su crecimiento anual registra 28.2% en 1976 y sube a 93% en 1981. En número absolutos debía 2,221 millones de dólares al inicio del sexenio frente a 15,994 millones al final.

Había un flujo de transferencia de recursos petroleros hacia el sector privado. Pero lo más importante es que se creó una economía de dependencia de un producto, el petróleo, que tenía límites tanto por el lado de la oferta (topes a la exportación) como restricciones en la demanda externa. Se generó una especialización en el comercio internacional que convertía en vulnerable a la economía nacional, ya que las exportaciones de petróleo, dependientes de la composición de la demanda en otros países, estaban fuera del alcance de la política económica interna. El desequilibrio en la balanza de pagos que se pretendía corregir fue reproducido porque los recursos provenientes de esas exportaciones se utilizaron en la importación de bienes salarios esenciales (alimentos) y medios de producción, cuya demanda tiende a crecer a medida que la producción aumenta.²³

²² CIDE, *Economía mexicana*, núm. 4, 1982; pp. 9-10.

²³ CIDE, *Economía mexicana*, núm. 2; 1980; p. 19.

Las exportaciones petroleras representaban una gran proporción de las exportaciones, y el incremento de las primeras fue absorbido por el aumento, casi equivalente, de las importaciones de manufacturas:

CRECIMIENTO DE EXPORTACIONES PETROLERAS E IMPORTACIONES MANUFACTURERAS:
1980-1982

(Millones de dólares y porcentaje)

Año	Total exportaciones	Exportaciones petroleras	Proporción (%)	Crecimiento (%)	Export. manufactureras	Proporción (%)	Import. manufactureras	Crecimiento (%)
1980	15 512	9 937	64.1		3 571	23.0	16 406	
1981	20 102	13 829	68.8	39.2	3 427	17.0	21 037	28.2
1982	21 229	16 101	75.8	10.2	3 386	15.9	21 971	4.4

FUENTE: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1990*, p. 689.

El creciente déficit de la economía no petrolera fue también compensado con la entrada de capitales, atraídos por el aumento de las tasas de interés internas,²⁴ que se reflejó en el incremento de la tasa de inflación. De ésta hubo repunte en el período 79-80, afectada también por la implantación del IVA y al aumento en el margen de utilidad, entre otras causas.

Para 1981 se prefigura una situación de crisis y de especulación cambiaria, en la que se resumen los desequilibrios existentes en el patrón de crecimiento, en la balanza de pagos y en las finanzas públicas, además de la inflación mencionada. En esto intervienen fundamentalmente factores internos, ante todo, el uso institucional de los recursos del auge petrolero. Si bien actuaron algunos factores externos (recesión económica mundial, con

²⁴ La influencia sobre el movimiento de capitales de corto plazo utilizando las tasas de interés, se hizo a través de dos esquemas:

1. Mantener la tasa de interés dos o tres puntos porcentuales arriba de las tasas internacionales. Se dio en un período de relativa estabilidad de precios y tipos de cambio. Funcionó hasta 1978.
2. Un sistema de dos fases, que se aplicó en un contexto de inestabilidad de precios, de abandono del tipo de cambio fijo, de creciente dolarización (incremento del coeficiente de dolarización, o sea, del coeficiente de depósitos a moneda extranjera; el cual aumenta a partir de 1976 III, sin que disminuya después de la devaluación). Las dos fases fueron: a) el sistema bancario nacional ofrecía los mismos rendimientos a los depósitos en dólares que en el extranjero; b) el rendimiento de los depósitos en pesos debería cubrir no sólo los rendimientos de los depósitos en moneda extranjera sino también una posible devaluación. Cfr. Alejandro Vázquez Enriquez, "La política monetaria: 1973-1981", en CIDE, *Economía mexicana*, núm. 4, 1982; pp. 34-35.

efectos en el volumen y precios en las exportaciones no petroleras; aumento de las tasas de interés, con efectos sobre los pagos de la deuda externa; y la situación del mercado petrolero internacional, con efectos negativos en ventas y precios), estos factores antes habían sido contrarrestados por otros efectos favorables (aumento del precio del petróleo entre 1979 y 1980 y mejoría de los términos de intercambio), por lo que su influencia fue limitada.

El amplio programa de inversiones públicas, sostenido con expansión monetaria²⁵ y principalmente con financiamiento externo, dado que los propios ingresos petroleros resultaron insuficientes, provocó inflación, el estímulo de importaciones por el aumento de la demanda interna y, en consecuencia, déficit presupuestal y de cuenta corriente. A mediados de 1981 se intentó corregir el rumbo aplicando un conjunto de medidas: disminución del gasto público, restablecimiento de controles a la importación, subsidio a la exportación, mayor deslizamiento del peso, altas tasas de interés. Pero tuvo pocos resultados en el gasto, en la cuenta corriente y en el déficit público.

Así, en 1981 la inflación fue de 28.7% y el déficit financiero del sector público 14.1% como proporción del PIB, mientras que la cuenta corriente registró un saldo negativo de 16,240.6 millones de dólares (este alto déficit refleja el elevado servicio de la deuda, en su componente de pagos de intereses). A esto contribuyó de nueva cuenta la existencia de un peso sobrevaluado -por el nivel de inflación interna frente a la paridad existente- y la mayor apertura comercial. En realidad el país había caído en un círculo vicioso: alza de tasas de interés-inflación-especulación cambiaria-deslizamiento del peso-alza de tasas de interés.

²⁵ Los años de 1979, 1980 y 1981 son de expansión monetaria, es decir, aumenta significativamente la deuda pública con el Banco Central (crecimiento en algunos trimestres hasta de 50%) sin ser compensada por otros instrumentos de expansión monetaria. Antes, de 1975 I a 1976 III, se registró también un período de expansión monetaria, con un financiamiento más moderado al sector público. Frente a esas etapas hubo dos períodos de restricción monetaria: de 1973 III a 1974 IV, en el que se registró un crecimiento relativamente rápido del financiamiento al sector público, compensado por los movimientos de la deuda del sector privado; hay gran actividad económica del Estado. De 1976 IV a 1977 IV, cuando se dio poco crecimiento del financiamiento del Banco Central al Estado, compensado por el aumento del crédito al sector privado, en un contexto de recesión económica que implicó la disminución de los depósitos en la banca comercial.

Hasta su desaparición, en México se ha utilizado el encaje legal para controlar y orientar el crédito. *Ibid.*, pp. 33-34.

Mientras el país hacía uso de la abundancia de créditos y se endeudaba, la economía mexicana venía dependiendo cada vez más de dos variables externas: las tasas de interés internacionales y el precio del petróleo. Cuando aquéllas fueron bajas -y hasta negativas- y el precio del crudo era alto, la situación se presentó ventajosa para México; pero cuando las tasas subieron aceleradamente por las políticas monetarias contractivas de los países industrializados, y el precio del petróleo bajó agudamente, la balanza de pagos se deterioró.²⁶

Es decir, entre el servicio de la deuda, la fuga de capitales y la cobertura del déficit en cuenta corriente se filtraban las divisas que el país obtenía al costo del endeudamiento y del agotamiento de sus recursos naturales. El incremento de las reservas internacionales en 1981 indica que el altísimo nivel de endeudamiento sirvió igualmente para constituir reservas, que es otra forma de uso ineficiente de los recursos del financiamiento externo. Además, la corrupción desviadora de recursos públicos (entre ellos, los del endeudamiento) hacia el enriquecimiento personal de los funcionarios contribuía al desperdicio de los recursos, en la medida en que el dispendio se dirigía al consumo de productos importados y el monto acumulado se depositaba fuera del país.

²⁶ Sin embargo, hay un estudio, basado en un modelo econométrico, que mide el impacto en el endeudamiento de diferentes factores, internos y externos. El período de análisis que comprende es 1970-1982, con dos subperíodos: 1970-1976 y 1977-1982. Los efectos que distingue son:

1. Efecto externo (38% en 1977-1982 y 26% en 1970-1982), compuesto de los siguientes efectos, en orden descendente: a) efecto tasa de interés; b) efecto precios del petróleo; c) efecto recesión internacional.
2. Efecto interno (62% en 1977-1982 y 74% en 1970-1982) integrado por los siguientes efectos, siempre en orden descendente en cuanto a la importancia de su impacto: a) otros efectos internos (cambios en el componente de la cuenta corriente atribuible a causas internas, y pago de intereses por efecto de dicho déficit sobre el acervo de la deuda); b) efecto fugas de capitales; c) efecto cambio en reservas.

En la interpretación de las causas se indica que el peso de los factores externos aumentó porque en los tres últimos años del período, simultáneamente se elevaron las tasas de interés y el precio internacional petrolero cayó (1982). En cambio, en el período anterior (1970-1976), el único factor adverso fue la recesión de 1974-1975. Sin embargo, la desviación de las exportaciones petroleras por debajo de su tendencia ha sido un factor de escasa importancia en la explicación del endeudamiento. Es decir, que los cambios en las condiciones económicas internacionales ha sido un factor poco relevante en la evolución del endeudamiento en todo el período 1970-1982. Cfr. José Luis Fernández Santisteban, "Causas y perspectivas de la deuda externa en México", en *Economía mexicana*, CIDE, núm. 6, 1984; p. 65.

En enero de 1982 se produjo otra reducción del precio internacional del petróleo y, a nivel interno, se aceleró la inflación. Ambos factores provocaron una crisis cambiaria, cuya repercusión puede calcularse considerando que 50% de los depósitos bancarios estaba en dólares. En febrero de ese año, la banca comercial vendió dólares en forma masiva, entonces el Banco de México se retiró del mercado cambiario y se declaró una devaluación del peso el 17 de febrero de 1982, cercana al 39%. Junto a ella se anunció un programa de estabilización que implicaba la reducción del gasto y de la expansión monetaria, la adecuación del porcentaje de deslizamiento del peso y de las tasas internas de interés. Aún con todo, el 26 de febrero se llevó a cabo otra devaluación de 23%; asimismo, se elaboró otro programa de ajuste, más estricto en el control del déficit presupuestal. En abril también se tomaron medidas adicionales.

Con el afán gubernamental de obtener ingresos en el corto plazo, en un contexto de sobreproducción y descenso de los precios, en junio de 1981 PEMEX redujo el precio del petróleo en 4 dólares; ello provocó una baja mundial del precio cuando otros exportadores lo imitaron para conservar su mercado. En agosto el gobierno se vio obligado a tomar otras medidas, éstas consistieron en reducción de subsidios y ajuste de precios de energéticos.

Con la devaluación se mejoraron las cuentas externas, más que todo debido a la reducción de las importaciones por la contracción de la demanda. Pero las medidas de ajuste no impidieron que continuara la fuga de capitales, promovida por la propia banca nacional que transmitía desconfianza a los ahorradores y por el descenso de las tasas de interés para reanimar la producción. Esta sangría de divisas y su escasez condujo a que se decidiera en agosto establecer un sistema dual de cambios, con un cambio preferencia (controlado) y otro libre.

Dado que después de un crédito por 2,500 millones de dólares la banca comercial no otorgó más crédito al gobierno, éste recurrió al FMI, quien envió en julio una misión para evaluar la situación económica. Las empresas que durante la época de facilidad crediticia se habían endeudado, en la crisis de recursos y por las devaluaciones, se vieron obligadas a suspender el servicio de su deuda. Estos fueron los casos de la Cervecería Moctezuma y del Grupo Alfa.

La crítica situación financiera alcanzó su cenit cuando en agosto se contaba con menos de 100 millones de dólares de reserva, y se tenía que responder a vencimientos por 700 millones de dólares. México envió entonces una misión a Estados Unidos para informar a los acreedores de tal

situación. Así, el 20 de agosto de 1982, los enviados de México se reunieron con los representantes de los 115 bancos acreedores más importantes, a quienes se les dio a conocer en forma directa, ya que previamente se les avisó de las dificultades por télex, la incapacidad para cumplir con las amortizaciones de la semana siguiente. Con esta moratoria técnica virtual estallaba la crisis de la deuda de 1982, crisis del endeudamiento mexicano y crisis de las economías de endeudamiento internacional.

Con el gobierno de Estados Unidos se obtuvo en esas circunstancias un crédito puente de 1,000 millones de dólares basado en el pago por adelantado de ventas futuras de petróleo, cotizado a un precio más bajo que en el mercado, y otros 1,000 millones de dólares para importación de maíz. Por otro lado, se acordó con el Banco de Pagos Internacionales (BPI) un crédito de 1,850 millones de dólares.

Para la negociación los bancos formaron un Comité Asesor compuesto por 13 bancos, que servía de enlace con otros 500 de ellos. Con el Comité se acordó el plan de reestructuración que se presentaría a cada banco. El contenido del plan fue:

- Diferir por tres meses los pagos de capital de la deuda pública con vencimiento en los siguientes 90 días. Estos llegaban al monto de 8,144 millones de dólares. Los intereses continuarían siendo pagados.
- Excluir de la prórroga mencionada los préstamos otorgados o garantizados por las agencias oficiales para la exportación, los correspondientes a las instituciones multilaterales, las emisiones de bonos, algunos financiamientos comerciales y la deuda del sector privado.
- Concluir durante el tiempo de la prórroga el acuerdo con el FMI y presentar a sus acreedores un amplio programa.
- Apoyar el plan de parte del Comité Asesor de Bancos.

Mientras tanto, otros acontecimientos elevaron de súbito el endeudamiento público externo: el gobierno de López Portillo, enfrentado a la actitud de los banqueros, decretó sorpresivamente el 1º de septiembre de 1982 la nacionalización de la banca. El sector público absorbió la deuda externa contraída por la banca comercial, calculada en casi 8 mil millones de dólares.

Posteriormente, en noviembre de 1982, se firmó una Carta de Intención con el FMI. Se establecía un programa de ajuste centrado en la reducción de los déficit fiscal y de cuenta corriente. Adicionalmente, por el manejo de las tasas internas de interés y el tipo de cambio, se buscó reducir la inflación,

promover el ahorro y contener la salida de capital. El FMI otorgó 4,500 millones de dólares, condicionado a la concesión de 5 mil millones de dólares por los bancos comerciales y al cumplimiento de las metas del programa de ajuste. Lo que habría de esperar al país se condensó en el artículo 17 de la Carta: "Durante los próximos tres años es imprescindible que la economía mexicana realice importantes ajustes que le permitan alcanzar un crecimiento sostenido de la producción y el empleo, superar el desequilibrio externo, abatir los índices de inflación y fortalecer las finanzas públicas. Ello hará posible que, pasado ese período de ajuste, la economía alcance de nuevo su potencia de crecimiento a largo plazo".²⁷

Animados por esa perspectiva, es sintomático de la visión sobre el problema y de la forma de resolverlo que tenían los jóvenes tecnócratas, futuros neoliberales, lo que el propio Gurría escribe: "De esta manera México fue capaz de superar en el corto plazo el grave problema planteado por el agotamiento de las reservas internacionales, sin verse orillado a declarar unilateralmente una suspensión de pagos, situación sin lugar a dudas de muy alto riesgo no sólo para los bancos acreedores, sino también para el país y que de haber sucedido, seguramente habría generado una de las peores crisis del sistema financiero internacional en la época contemporánea".²⁸

En los primeros días de noviembre, México solicitó una prórroga sobre pagos del principal por 120 días, por haberse prolongado la negociación con el grupo asesor de bancos y el país no contar aún con recursos. El 8 de diciembre el Secretario de Hacienda anunció los términos de la reestructuración de la deuda del sector público: se renegó el saldo de la deuda externa que vencía entre el 23 de agosto de 1982 y el 31 de diciembre de 1984. Esto implicaba la cantidad de 20 mil millones de dólares, los cuales se reestructuraron para pagarse en 8 años contados a partir del 11 de enero de 1983, con un período de gracia de 4 años y tasa de interés de 1 7/8 porcentuales sobre la Libor o de 1 3/4 sobre la Prime. Esto significaba que la deuda comenzaría a pagarse en enero de 1987. Comprendió únicamente el financiamiento bancario; quedaron excluidos el papel comercial, los bonos emitidos por el gobierno, los créditos de proveedores, los certificados de depósitos, y los depósitos interbancarios en sucursales de bancos mexicanos en el exterior.

²⁷ R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 106.

²⁸ J. A. Gurría, cit., p. 36. Subrayado nuestro.

La economía mexicana terminó ese año en las condiciones más críticas: se registró una caída del PIB (-0.6%); la inflación se disparó hasta 98.8%; los términos de intercambio bajaron hasta 86.1; la relación deuda sobre ingresos por exportaciones fue mayor que en los dos años anteriores; el pago de intereses como proporción del PIB fue de 5.1%; la deuda total ascendió a 86,179 millones de dólares mientras las reservas bajaron a sólo 1,800 millones; el déficit público fue de 16.9%

En los indicadores básicos de la deuda y su relación con los aspectos principales de la economía se muestra lo siguiente:

a) El déficit de la cuenta corriente en 1982 bajó sensiblemente por la acción combinada de un ligero aumento de las exportaciones (9.3%) y un descenso importante de las importaciones (39.8%); pero el resultado se conservó negativo.

b) Durante los primeros años del sexenio de De la Madrid, la relación del endeudamiento con la inversión extranjera directa es alta por el bajo nivel de ésta; en los siguientes años esa inversión aumentó, lo que hizo disminuir el índice; pero en 1982, debido a la caída de la inversión foránea y por la elevada contratación de préstamos, el índice vuelve a subir.

c) La deuda externa pública con fuentes privadas, específicamente con bancos comerciales, creció 59.7% de 1980 a 1981, y pasó su proporción de 85.8 a 87.6% en la deuda pública total. La deuda con organismos multilaterales creció en esos mismos años 22.2%, pero su proporción en el total en 1981 fue de sólo 7.6%. Con fuentes bilaterales, el crecimiento fue de 66.2%, y su proporción alcanzó 4.4%.

d) En cuanto a la deuda externa total, en 1980 y 1981 la deuda privada alcanzó su mayor participación en la deuda total (33.3% y 29.2% respectivamente), con un crecimiento promedio anual de 19.7%, frente a 20.1% de la deuda pública y 22.0% de la deuda externa total. En números absolutos, en 1981 alcanzó los 21,900 millones de dólares mientras la deuda pública era de 58,874 millones.

e) Es notable la participación de Estados Unidos como país acreedor; de hecho, era el país con el cual se tenía registrada más deuda. Durante los años del gran endeudamiento y de la crisis (1981, 1982) la dependencia de recursos provenientes de ese país se acentuó, así como la vulnerabilidad de México frente a las presiones y determinaciones de Estados Unidos. El otro gran acreedor, Japón, igualmente aumentó en forma significativa su participación. El crecimiento que en 1981 obtienen los Estados Unidos como acreedor (92.2%) y su proporción en la deuda total (29.3%) indican la alta participación de ese país en el endeudamiento mexicano y las relaciones particulares que de ella se derivan. En 1982 esa proporción aumentó a 32.1%.

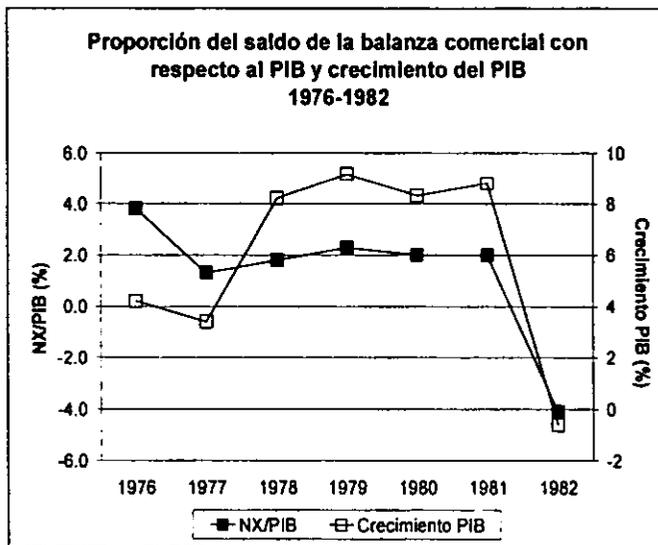
La tendencia del comportamiento de la relación: déficit comercial con el crecimiento del PIB, y su representación gráfica, se observa en el cuadro y gráfica subsecuentes:

BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1976-1982
(Porcentaje)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
NX/PIB	3.8	1.3	1.8	2.3	2.0	2.0	-4.1
PIB (crecimiento)	4.2	3.4	8.2	9.2	8.3	8.8	-0.6

NX = M - X. Su signo positivo representa un déficit comercial y negativo, un superávit.

FUENTE: Elaboración propia con base en los cuadros del Anexo Estadístico.



6. LOS PROGRAMAS DE AJUSTE Y LA FRAGILIDAD FINANCIERA (1982-1994).

Enfrentado México a su mayor recesión de la posguerra,¹ el convenio que firmó con el FMI se convirtió en un verdadero programa de choque. El programa interno de ajuste fue llamado Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), que se aplicó a partir de diciembre de 1982.

En realidad, con este acuerdo comenzaba la larga serie de programas de estabilización y ajuste inducidos por los organismos financieros internacionales (FMI-BM), quienes condicionaban el acceso a los recursos necesarios a la adopción de dichos programas. Programas promovidos también por los gobiernos de los países industrializados, que los respaldaban en forma directa, bilateral o colectivamente como en el Club de París, y a través de su participación en los mencionados organismos. Todos inspirados en la teoría económica dominante, la teoría neoclásica, que deposita en los mercados la función reguladora y equilibradora de la economía, con mínima interferencia del Estado. Esta concepción toma cuerpo en una política económica que reduce la acción del Estado como agente económico, y establece como objetivo de gobierno eliminar las rigideces normativas y los controles institucionales que operan sobre los mercados financieros, laborales y comerciales. Esta era la política económica internacional predominante, adoptada y promovida por Thatcher en Gran Bretaña y Reagan en Estados Unidos, conocida hoy como política neoliberal.

El plan tenía como objetivo equilibrar el sector externo y las finanzas públicas. Establecía como medidas: bajar la inflación; disminuir el déficit fiscal para incrementar el ahorro público y reducir la demanda; mejorar la balanza de pagos a través de la devaluación, que permite modificar los precios relativos con el exterior.²

En relación a las medidas cambiarias, se mantuvo un tipo de cambio dual con un deslizamiento diario del peso de 13 centavos: el controlado a 95.9 pesos por dólar, y el libre a 148.5 pesos por dólar a la compra y 150 pesos a la venta. La depreciación en el tipo controlado fue de 50% y en el libre de 114%.

¹ Las anteriores recesiones fueron las de 1960-62 y 1974-77. CIDE, *Economía mexicana*, núm. 6, 1984; p. 9.

² Los cambios en los precios relativos consistían en aumento del precio relativo de los bienes comerciables frente a los no comerciables; de los bienes y servicios del sector público frente a los del sector privado; y de la tasa de interés frente al salario real. *Ibid.*, p. 10.

Después de otra prórroga de 90 días, en marzo de 1983 se obtuvo un crédito por 5 mil millones de dólares con los bancos de 40 países, pero en condiciones de costo desfavorables para México.

Para evitar pérdidas al sector privado en la reestructuración de su deuda externa se creó, también en marzo de ese año, el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA). Así, las empresas que hubieren contraído deudas en moneda extranjeras antes del 20 de diciembre de 1982 podrían tener acceso a divisas, disminuyendo su riesgo cambiario. Con este programa se reestructuró a 8 años, y por la cantidad de 12 mil millones de dólares, 60% de la deuda de 1,200 empresas. Igualmente, se reestructuró la deuda con proveedores y se renegóció el mantenimiento de los depósitos interbancarios en las sucursales de bancos mexicanos en el exterior; estos últimos representaban aproximadamente 6 mil millones de dólares.

En el Plan Nacional de Desarrollo, de mayo de 1983, se otorga al endeudamiento externo la función de "recursos complementarios", se le limita a una cantidad "adicional y marginal" y se apunta explícitamente la disposición de "pagar todas las obligaciones contraídas".³ En el Primer Informe de Gobierno, Miguel de la Madrid siguió planteando el carácter complementario del endeudamiento externo, "de tal forma que represente una proporción descendente del financiamiento total".⁴

Con el programa de ajuste, el PIB tuvo un resultado negativo en 1983 (-4.2), disminuyó la formación bruta de capital (-28.3%) al igual que los términos de intercambio (de 86.1 a 69.4). Después de un aumento inicial, la inflación descendió (de 98.8 a 80.8%); se controló el endeudamiento externo por la escasez de préstamos internacionales, pero el perfil de pagos acusaba una gran presión por la cantidad de vencimientos en el corto plazo (9,777.5 millones de dólares en 1983, o sea 15.6% de la deuda del sector público a esa fecha). Sin embargo, la política presidencial fue ser fiel al programa de ajuste, ganar el beneplácito de los gobiernos de los países industrializados por ello, y no establecer una alianza entre los deudores. En esto se prefería hablar de "concertación" o "cooperación", pero sujetos a negociaciones individuales con los acreedores.

En enero de 1984 comenzó la segunda etapa de las negociaciones efectuadas durante el gobierno de De la Madrid: la reestructuración de la

³ R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 105.

⁴ *Ibid.*, p. 115.

deuda que vencía entre 1985 y 1990; la negociación concluyó en septiembre de ese mismo año con un acuerdo con el Comité Asesor de Bancos. Se reestructuró un total de 48 mil millones de dólares: 23 mil millones de dólares ya considerados en la reestructuración de 1982; más otros 20 mil millones con vencimientos a partir de 1985, no incluidos anteriormente; más los 5 mil millones de dólares recibidos en 1983. Los términos fueron los siguientes: 43 mil millones de dólares se reestructuraron a 14 años, con pagos progresivamente ascendentes, comenzando con 250 millones en 1985; los 5 mil millones restantes se reestructuraron a 10 años con 5 de gracia, comenzando con 1,200 millones en 1985. La tasa aplicada fue la tasa de certificados de depósitos, similar a la Libor, y el diferencial fue de 1 1/8; se eliminaron sobretasa y comisión por reestructuración. Bajo esta tasa quedó comprendida el 86% de la deuda externa. El ahorro de intereses a lo largo del período indicado ascendería a 5,146.8 millones de dólares. El perfil de pagos comparativo, previo y posterior a la negociación, fue:

**PERFIL DE PAGOS DE CAPITAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA
ANTES Y DESPUES DE LA REESTRUCTURACION 1985-1990
(Millones de dólares)**

Año	Antes	Después
1985	9,371	3,221
1986	8,498	1,565
1987	13,469	3,685
1988	11,778	2,443
1989	10,097	3,771
1990	8,032	4,409
1991	1,802	5,290
1992	1,507	5,496
1993	1,270	5,761
1994	843	5,910
1995	359	5,784
1996	359	5,958
1997	359	6,484
1998	359	6,173

FUENTE: SHCP, 1984, en R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 155.

A cambio de los préstamos, México se comprometió a facilitar información periódica sobre el estado de la economía en sus variables fundamentales. Finalmente dicho acuerdo se sancionó en marzo de 1984.

En los dos primeros años de aplicación del programa se lograron resultados favorables en balanza comercial y cuenta corriente. Así, en 1984 se registró un crecimiento con saldos favorables en la balanza comercial

(13,184 millones de dólares) e incremento de exportaciones no petroleras (17.7%), con lo cual se obtenían divisas suficientes para el pago de la deuda y el mantenimiento de las reservas internacionales. Sin embargo, estos resultados aparentemente exitosos estuvieron fundados en un período previo de contracción aguda de la demanda, en la cual las importaciones cayeron verticalmente (-37.4 % en 1982 y -30.3% en 1983, pero -56.4% respecto a 1981). La inflación se redujo por rezago en precios del sector público, rezago en el deslizamiento del tipo de cambio y disminución de costos laborales por contención salarial, mientras que en la caída de la demanda actuó como factor contribuyente un superávit fiscal efectivo.⁵

Ya en los últimos meses de 1984, el saldo comercial favorable comenzó a deteriorarse por el incremento de las importaciones y la declinación en el ritmo de crecimiento de Estados Unidos, cuya actividad anterior había favorecido dichos resultados. Era claro que en México el crecimiento iba acompañado de un incremento de importaciones mayor que el de las

⁵ La noción de déficit (o superávit) fiscal "efectivo" surgió como una alternativa de medición de los requerimientos de financiamiento del sector público. El concepto tradicional de déficit público, adoptado por el FMI, incorpora, sobre todo en condiciones de alta inflación, la corrección monetaria de la deuda pública debido al alza de precios. Es decir, incluye los pagos por intereses de la deuda pública, en términos nominales, lo cual es una reposición por la pérdida del valor real de la deuda. Por ello, este concepto es inadecuado para medir el papel de la política fiscal en la expansión o contracción de la demanda. En el caso mexicano de este período, "ante el argumento de que la política fiscal está orientada a evitar que el déficit público, por su monto, ejerza presión en los mercados de crédito e impida, así, la realización de programas deseables financiados con fondos privados, hay que señalar dos hechos importantes: por una parte, que en la actualidad, lejos de un excesivo gasto público, hay un superávit fiscal efectivo; por otra, que la economía mexicana, como lo confirma nuevamente la fuerte recesión, muestra un alto grado de complementariedad entre la inversión pública y la inversión privada. Los recursos 'liberados' por reducciones excesivas del déficit público quedan en gran medida desempleados, ya que los programas de inversión privada se desploman al perder dinamismo la inversión pública". CIDE, *Economía mexicana*, núm. 6, 1984, cit., p. 18.

El Gobierno mexicano distingue entre "déficit financiero" (diferencia entre ingresos y gastos totales del sector público); "déficit económico primario" (diferencia entre ingresos y gastos del sector público no financiero, menos los pagos de los intereses de la deuda, interna y externa); y "déficit operacional" (diferencia negativa que resulta de "sumar al balance económico primario el monto de intereses reales en moneda nacional y los intereses nominales en moneda extranjera"). Es decir, el déficit operacional "del sector público no financiero (Gobierno Federal y sector paraestatal) es el resultado de restar a sus ingresos totales el monto de los egresos totales una vez deducida de éstos últimos, la pérdida de valor de la deuda interna como consecuencia de la inflación"). INEGI, *El ABC de las finanzas públicas*, 1994.

exportaciones; ese deterioro de la balanza de pagos constituía una restricción al crecimiento económico.

El precio del petróleo era altamente inestable y con tendencia al deterioro, en cuyo contexto México redujo precio y volumen de producción en más de una ocasión; medida que contribuyó a mayores descensos del precio mundial. Con la recesión de los países industrializados aumentaron las tasas de interés y el proteccionismo. Para contrarrestar esos efectos se mantuvo un alto índice de deslizamiento del peso (7 centavos diarios) y el gasto público se elevó, pero con ello la inflación se incrementó. Esta se proyectaba en altas tasas internas de interés, que subían sustancialmente el servicio de la deuda interna agudizando el déficit fiscal.

El gobierno decidió entonces hacer más ajustes; en 1985 se aplicaron dos ajustes al gasto programable. Esto implicó: disminución del gasto público, de inversión y corriente; mayor apertura comercial; liquidación, venta y fusión de organismos y empresas públicas; reducción de estructuras administrativas con recorte de personal; emisión de bonos gubernamentales (CETES); ampliación de la banda de flotación del peso, primero a 21 centavos, después creando el mercado "superlibre" y devaluándolo en el mercado controlado.

En septiembre de 1985, con el terremoto que afectó principalmente al Distrito Federal, los requerimientos financieros aumentaron; México solicitó diferir los pagos inmediatos, al tiempo que planteó la necesidad de un préstamo por 4 mil millones de dólares.

En ese mismo año, el ritmo de crecimiento del PIB bajó mientras que la inversión privada se reactivó. Esta tendencia contrastaba con la tendencia declinante del gasto público, acompañadas de un descenso tanto en el consumo como en el superávit de la balanza comercial. Estas tendencias contradictorias obedecían a contradicciones de la política económica: el propósito de reducir el déficit fiscal, a la par de una tasa inflacionaria subestimada, provocaba un decremento mayor del déficit público y una política monetaria restrictiva. Ello conducía a una caída de la demanda interna y del crecimiento, lo cual a su vez generaba descenso de la productividad. Por otra parte, para reducir el déficit público se eliminaban subsidios y se elevaban los precios y tarifas de bienes y servicios del sector público, aumentos que contribuían a la inflación. Esto elevaba la tasa de interés que repercutía en un mayor déficit público y reducía la liquidez de las empresas, lo cual afectaba al alza los precios.

Se constituía así un círculo vicioso: inflación-mayor déficit público-medidas para reducir el déficit público-mayor inflación. Este cuadro económico operaba bajo las presiones causadas por la fuga de capitales, la carencia de financiamiento externo y las exigencias internacionales de aplicar ajustes más severos. El país se encontró atrapado entre esas presiones y los compromisos de mantener la libertad cambiaria, la liberalización de importaciones y los pagos de la deuda externa. Por ello el ajuste se efectuó sobre la demanda interna.⁶

Para 1986, a través del programa económico y de un mensaje presidencial, se fijó el marco de financiamiento externo y de actuación. Este consistía en ajustar el pago del servicio de la deuda a la capacidad de pago del país, disminuir su costo financiero y reclamar la corresponsabilidad de los acreedores. Pero en ese año el precio del petróleo sufrió una drástica caída, de 25.3 dólares por barril a 11.9. Con este choque externo se redujo la capacidad de importar, lo cual representaba una restricción externa al crecimiento y, en consecuencia, una caída del producto de equilibrio externo. Mientras las divisas eran el factor más escaso, la fuerza de trabajo y el capital instalado eran abundantes con respecto a aquellos.

En estas condiciones se requerían dos medidas: evitar los movimientos especulativos de capital en detrimento del producto de equilibrio externo, y estimular las exportaciones a la par de desincentivar las importaciones. Para ello era necesario que los bienes nacionales fueran competitivos; hacer coincidir precios y costos empresariales con costos de oportunidad para que los recursos se ocuparan; y garantizar niveles de demanda interna para obtener ganancia al vender, en caso de tardanza de la demanda externa.

Pero la estrategia gubernamental fue mantener libre el movimiento de capitales y la apertura de las importaciones para obtener la competitividad de los bienes nacionales, la adecuación de la demanda a las capacidades de oferta y la coincidencia de costos sociales y privados. Es decir, las importaciones bajarían los precios de los bienes comerciables y por consiguiente de los márgenes de utilidad empresarial. Además, otorgaron toda la relevancia al tipo de cambio real: el incremento del tipo de cambio nominal bajaría salario y costo de fuerza de trabajo, lo cual, aunado a la eliminación de insumos importados, reduciría costos y se incrementaría la competitividad en mercados interno y externo. Esa devaluación elevaría el tipo de cambio real y lo haría coincidir con el costo de oportunidad de la

⁶ Cfr. CIDE, *Economía mexicana*, núm. 7; 1985; pp. 15-18.

divisa. De esta manera, aprovechando la elevada elasticidad precio de las importaciones y exportaciones en México, la corrección de los precios relativos podría aumentar la capacidad de importar.⁷

A mediados del año, la inflación se elevó (105.8%), el peso se devaluó (pasó de 368.2 pesos por dólar en 1985 a 915.1 pesos en 1986), y las reservas descendieron hasta el punto de la insolvencia (2,500 millones de dólares frente a 3 mil millones en pagos en el segundo semestre del 96).

La condiciones de la economía obligaron al gobierno mexicano a establecer negociaciones con el FMI. Este organismo exigió un severo programa de ajuste: 5% de déficit público y reducción del 50% de la inflación. Estas condiciones fueron rechazadas y las negociaciones se suspendieron. Mientras tanto, en junio se presentó el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC), que fijó como meta un crecimiento de entre 3 y 4%. Este programa seguía los lineamientos generales de los programas de ajuste del FMI: privatización de empresas paraestatales, incremento de precios y tarifas de bienes y servicios del sector público, mayor recaudación fiscal, liberalización comercial y apertura a la inversión extranjera.

México presionó con la posibilidad de suspensión de pagos del servicio de la deuda, y el gobierno de Estados Unidos, considerando a México como un problema de seguridad nacional y para evitar la imitación por otros países en la negativa de pagos, aceptó la promoción del paquete de rescate financiero. Este se acordó en octubre de 1986 pero se firmó en marzo de 1987. Con este paquete se instrumentó el Plan Baker, en el cual México fue seleccionado como caso ejemplar. Según la Carta de Intención, se comprometieron recursos por 12 mil millones de dólares, cuyas fuentes se determinaron de esta manera:

FUENTES DEL PAQUETE FINANCIERO 1986-87
(Millones de dólares)

<i>Fuente de financiamiento</i>	1986	1987	Total
FMI	700	700	1 400
Banco Mundial	900	1 000	1 900
BID	200	200	400
Bancos privados	2 500	3 500	6 000
Créditos de exportación oficiales	500	1 000	1 500

⁷ Julio López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., pp. 52-53.

FUENTES DEL PAQUETE FINANCIERO 1986-87
(Millones de dólares)

<i>Fuente de financiamiento</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>Total</i>
Créditos agrícolas de Estados Unidos	200	600	800
Total	5 000	7 000	12 000

FUENTE: R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 352.

El acuerdo implicó:

- 1) Un financiamiento compensatorio si el precio del petróleo caía a menos de 9 dólares el barril; por el contrario, una reducción del apoyo financiero si éste subía a más de 14 dólares.
- 2) Un financiamiento compensatorio si se obtenía un crecimiento menor de 3.5% en el primer trimestre del 87.
- 3) La aceptación del balance operacional como criterio de cálculo del déficit gubernamental.
- 4) Reducción del déficit fiscal en 3% al final del 87, partiendo del déficit registrado en 86.
- 5) Reformas estructurales en el sector público (venta o cierre de 300 empresas paraestatales de las 500 existentes a la fecha), en el sector externo (eliminación de cuotas y licencias de comercio, reducción de aranceles) y en el rubro de inversión foránea (promoción de la inversión extranjera).

Se reestructuraron 53,400 millones de dólares⁸ (43,700 del sector público y 9,700 garantizados del sector privado) y se obtuvieron 7,700 millones como parte de los 12 mil ya mencionados (6 mil millones de la banca privada y 1,700 millones de préstamos contingentes). Del monto total, los 43,700 millones de dólares del sector público se reprogramaron a un plazo de 20 años con 7 de gracia, y a una sobretasa de 0.81 sobre la Libor. Para el crédito de bancos comerciales (6 mil millones de dólares) se fijó un plazo de 12 años con cinco de gracia, a igual tasa de interés. Este saldo total incluía las cantidades reestructuradas en las negociaciones de 1984-1985. La deuda privada se reestructuró en términos similares a través del FICORCA, el cual recibiría un crédito para reponer los pagos que habrían de efectuarse.

⁸ R. Green, *La deuda externa de México: 1973-1987*, cit., p. 375. Pero J. A. Gurriá, cit., proporciona la cifra de 52,250 millones de dólares. Como en este caso, son frecuentes las diferencias en las cifras entre los autores.

Después de una ligera mejoría económica con la llegada de recursos, la recuperación del precio del petróleo (16 dólares por barril) y el aumento de las exportaciones (26.6 de incremento respecto a 1986, que había sido el nivel más bajo del sexenio anterior), la situación se deterioró a finales de 1987. La inflación se elevó sensiblemente (159.2% en 87), la especulación bursátil condujo a la crisis en la Bolsa de Valores de México en octubre de ese año, la especulación cambiaria llevó a la devaluación de más del 40% del peso, y las tasas de interés aumentaron. Como medida estabilizadora se anunció otro programa de ajuste, se le conoció como el Pacto de Solidaridad Económica (PSE).

El Pacto tuvo dos etapas y se renovó trimestralmente. En la primera etapa se ajustaron los precios de los bienes y servicios del sector público, se redujeron los aranceles a un máximo de 20%, aumentaron los salarios mínimos y contractuales, se devaluó el peso en 3.2% entre enero y febrero de 1988, y se produjo una inflación de 15.5% en enero. En la segunda etapa, a partir de marzo, se congelaron precios y salarios y se mantuvo el tipo de cambio; la inflación disminuyó a 51.7% durante el año.⁹

En relación a la deuda, el gobierno impulsó dos programas de reducción de deuda. El primero consistió en la conversión de deuda por capital (swaps). Este inició en mayo de 1986 y duró hasta noviembre de 1987; alcanzó un monto de 3,658.3 millones de dólares y el descuento fue de 18.69%. A consideración de las autoridades, tuvo efectos inflacionarios, por lo que se suspendió. El segundo, compra a descuento de deuda antigua con la garantía de bonos cupón cero del Tesoro estadounidense, a 20 años de plazo, se llevó a cabo por la cantidad de 3,665 millones de dólares, con un descuento de 30.23%.¹⁰

En 1988 la deuda externa total ascendía a 100,914 millones de dólares. De 1982 a 1988 hay un decremento pronunciado de la deuda de empresas privadas no financieras (-63.2%), pero la deuda pública aumentó 37.6%, con una tasa de crecimiento promedio anual de 5.5% (el único año en que disminuye es 1988); la deuda total se incrementó 17.1%, con un crecimiento promedio anual de 2.7% (decrece en 1988); la deuda bancaria crece sólo 1.7% (pero entre 1987 y 1988 aumentó 38.7) y el saldo del Banco de México pasa de 240 millones de dólares a 4,786, equivalente a 1,894% de aumento acumulado.

⁹ Cfr. J. A. Gurriá, cit., pp. 82-86.

¹⁰ *Ibid.*, p. 97.

En los indicadores que muestran las características, peso y relaciones económicas de la deuda pública, se observa lo siguiente:

- a) La deuda se concentró en deuda de largo plazo, tanto en su crecimiento como en su participación porcentual en la deuda pública total.
- b) Hay una tendencia declinante, aunque con fluctuaciones, en la proporción del endeudamiento neto respecto al PIB y a la inversión extranjera directa, pero no así en la proporción de la deuda respecto al PIB, a la inversión extranjera directa y a las exportaciones.
- c) Aumentó la participación del servicio de la deuda respecto al PIB y se mantuvo alta con relación a los ingresos por exportaciones, mientras la proporción de los intereses en el servicio descendió.

En cuanto al perfil de la relación de las exportaciones netas con el crecimiento del PIB:

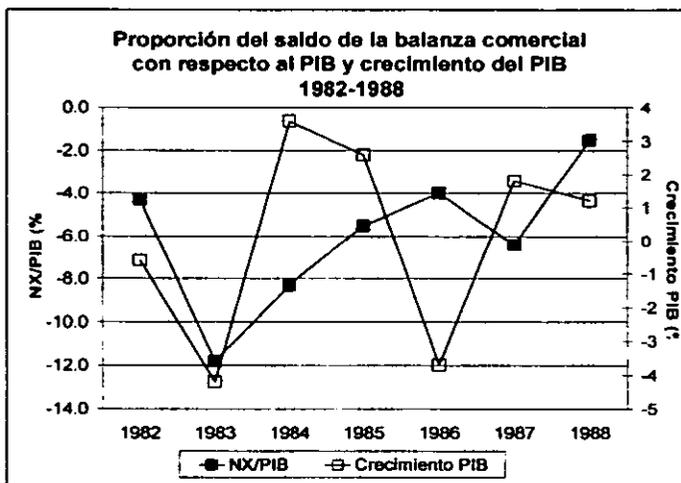
BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1982-1988
(Porcentaje)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
NX/PIB	-4.3	-11.8	-8.3	-5.5	-4	-6.4	-1.5
PIB (crecimiento)	-0.6	-4.2	3.6	2.6	-3.7	1.8	1.2

NX = M - X. Su signo positivo representa un déficit comercial y negativo, un superávit.

FUENTE: Elaboración propia con base en los cuadros del Anexo Estadístico.

La gráfica de los datos anteriores es la siguiente:



El sexenio termina también con la mayor fuga de capitales del período, en 1988 se estiman 3,592 millones de dólares en capitales fugados¹¹, y con la más alta proporción respecto al endeudamiento neto total.

Los programas de ajuste aplicados de 1982 a 1988 llevaron a la economía a una recesión, de casi nulo crecimiento (0.18% promedio anual), con sus efectos en el bienestar de la población, como el deterioro acumulado de los salarios reales (11.9%) y la disminución del gasto social (de 6.9% como proporción del PIB en 1985 a 6.1% en 1988), sin que algunos de los indicadores económicos pudieran ser corregidos: la inflación terminó en 51.7% y el déficit público en 12.5%.

Con las reestructuraciones, la deuda se convirtió a largo plazo, que ofrecía un perfil de pagos más manejable. En conjunto, el ritmo de crecimiento de la deuda se redujo sensiblemente respecto al periodo 1976-82; descendió en 1988.

Para hacer en este punto una evaluación del período de ajuste (82-88),¹² correspondiente al gobierno de Miguel de la Madrid, hay que considerar estos indicadores de la deuda en el marco de los resultados macroeconómicos. De los elementos antes mencionados en que se basó la estrategia oficial, la conservación del libre flujo de capitales, los cuales se caracterizan por su volatilidad en cuanto dependen no sólo de las condiciones existentes sino también de las expectativas, y la libertad cambiaria, permitieron la fuga masiva de capitales.

Por otro lado, las tasas activas de interés, los aranceles sobre insumos importados, y los costos de bienes públicos estuvieron arriba de los internacionales, por lo que situaron a los precios macroeconómicos de los bienes producidos nacionalmente en desventaja competitiva con los productos del exterior. Los precios de los servicios de factores fueron relativamente rígidos a la baja debido al poder monopólico de los productores, que les daba capacidad para defender sus ganancias

¹¹ La cuenta de errores y omisiones de la balanza de pagos registra en ese año 3,194.8 millones de dólares. INEGI, *Anuario Estadístico 1995*, cit., p. 454.

¹² "Al tiempo transcurrido de 1982 y 1987 puede llamársele período de ajuste de la economía mexicana. El término alude tanto al ajuste frente a los choques externos como al reordenamiento de la economía en torno de una nueva estrategia de crecimiento..."; en Julio López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., p. 23.

manteniendo alto el precio del servicio del factor capital -aunque la reducción del proteccionismo afectaba moderadamente sus ganancias, la devaluación les incrementaba las utilidades por su mayor competitividad ante el incremento de precios de los productos importados-. Los salarios no cayeron tan agudamente como era necesario por la negativa de los trabajadores a aceptarlo. Así, las grandes devaluaciones nominales ocasionaron aumentos de precios internos resultando en una devaluación real insuficiente, lo cual no permitió el ajuste del precio de la divisa a su costo de oportunidad.

Por último, en México las devaluaciones tienen efectos recesivos en el corto plazo, que pueden extenderse al medio y largo plazo debido a que su impacto negativo inmediato en la demanda interna y la inversión, provoca la caída de las ganancias privadas y de la utilización de las capacidades productivas, lo que desestimula las inversiones futuras.¹³

Tomando el comportamiento del producto como el criterio fundamental para juzgar los resultados de la estrategia económica,¹⁴ se observa que en 1982, 1983 y 1986 hay una caída en el PIB y en el producto per cápita. Entre 1981 y 1988 el crecimiento es de sólo 0.06%; también el salario mínimo real cae mientras la inflación y el tipo de cambio nominal suben. Ello trajo como consecuencia estancamiento productivo y deterioro de las condiciones de vida de la población. El hecho de que la economía mexicana sufriera dos choques externos en esos años (1982: crisis de la deuda; 1986: caída de los precios petroleros y valor de las exportaciones petroleras en más de 50%) dieron la pauta para que las autoridades atribuyeran a esos acontecimientos el deterioro económico del país. Si bien los choques externos tienden a reducir la capacidad de importación y el PIB provocando estancamiento, depende de las políticas económicas para que esto resulte en un impacto negativo.

En el caso de México, la realidad fue que durante el ajuste se desaprovecharon las capacidades productivas (materiales y humanas) y los recursos obtenidos en el exterior (divisas):¹⁵

¹³ *Ibid.*, pp. 54-55.

¹⁴ *Ibid.*, p. 12.

¹⁵ "Ciertamente una proporción importante del equipo productivo que no se empleó puede haber sido la menos rentable, la que tenía la menor productividad del trabajo y utilizaba más insumos de materias primas por unidad producida", pero "...cuando la desocupación de equipo de producción va acompañada con desempleo absoluto de fuerza

DESAPROVECHAMIENTO DE LOS RECURSOS PRODUCTIVOS 1981-1990
(Porcentaje)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<i>Empleo</i>										
Desempleo abierto	3.9	4.1	6.2	5.7	4.5	4.3	3.9	3.5	2.9	2.7
Desocupación encubierta	24.2	n.d.	36.0							
<i>Capacidades materiales</i>										
Total de la economía	0.0	8.3	16.3	15.9	16.5	21.8	22.0	22.4	21.0	22.0
Industria manufacturera	32.5	34.0	34.0	32.5	32.5	30.5	26.8	63.9	33.0	31.0
<i>Divisas</i>										
Fuga de capitales (% del PIB)	5.2	5.6	1.0	1.0	2.4	-0.3	0.0	1.9	-0.8	-0.6

FUENTE: Julio López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., p. 29.

Con ello, no sólo se abatió el producto real y se canceló la posibilidad de alcanzar el producto potencial, sino que se evitó también el incremento de las capacidades productivas, de la demanda y de la oferta potenciales. La insuficiencia de la demanda genera ganancias inferiores a las potenciales, conduce a la disminución de la inversión, del consumo y de la demanda agregada. Si la oferta es menor a la potencial, igualmente se produce una inversión inferior a la potencial, una menor ampliación de las capacidades, y la reducción del producto y del crecimiento económico.¹⁶

de trabajo -con lo cual su costo de oportunidad es cero- al país de que se trate le conviene producir cualquier bien para el cual se cumpla la condición de que su precio (a nivel mundial) exceda el precio de materias primas importadas necesarias para fabricarlo, independientemente de cuál sea el costo del productor individual y de qué tan bajas sean la rentabilidad privada y la productividad con ese equipo...

"En términos generales puede afirmarse que la producción nacional resulta eficiente cuando el llamado 'costo doméstico' de generar una divisa con ella es inferior al costo de oportunidad de esa divisa. En este caso conviene al país el utilizar el equipo para producir cualquier bien cuya exportación resulte en una ganancia neta en términos de divisas o sea capaz de sustituir la importación de ese bien que permita un ahorro neto de divisas, o ambas cosas.

"Claro está que para ello es preciso que el Estado disponga prácticas políticas específicas -tales como subsidios a la producción nacional, protección del mercado interno u otras- de tal manera que a los empresarios les resulte conveniente y rentable el uso de equipo de capital ocioso". Ibid., pp. 32-33.

¹⁶ Ibid., p. 34. Estos dos aspectos, crecimiento del producto potencial y tasa potencial de crecimiento (de la capacidad productiva) es planteada también por José I. Casar, Gonzalo

Pero las condiciones de fragilidad financiera,¹⁷ en las que México se vio inmerso después de la crisis de 1982, dificultaban la aplicación de políticas de demanda, en un contexto de restricción del financiamiento externo y de fuga del ahorro interno. Es decir, la utilización efectiva de las políticas fiscal y monetaria se ven restringidas por el deterioro de la balanza de pagos (de la balanza comercial, por deuda para cubrir importaciones, y de la cuenta de capital, por fugas) en un marco de fragilidad financiera. Así, ante la carencia de préstamos del exterior, cualquier incremento del gasto autónomo en alguno de sus componentes (ej., gasto privado) exige compensarlo con una reducción en otro de sus componentes (ej., gasto público), hay un frágil equilibrio entre ambas políticas, en el cual el Estado debe conservar altas reservas monetarias internacionales. Lo anterior obliga a mantener deprimida la demanda interna.

“Así pues, puede afirmarse que la situación de fragilidad financiera no sólo precipitó fugas de capitales: otro de sus efectos fue un ‘sobreajuste’ de las políticas fiscal y monetaria que llevaron a la economía a una depresión mayor que la que se podría explicar por la caída de la capacidad para importar.

“No era forzoso que el proceso de ajuste tuviera un costo tan elevado en términos de caída de los niveles de actividad económica y de vida como el que tuvo. Había alternativas, que además no eran incompatibles con una cierta apertura de la economía hacia los mercados y la competencia externa. No hubiera implicado, pues, un retorno hacia el proteccionismo, aunque sí hubieran exigido modificaciones importantes de la estrategia macroeconómica: particularmente, complementar la acción y las señales que da el mercado de manera espontánea, con más fuerte, y adecuada, intervención gubernamental.

“Por ello puede concluirse que la falla central de la estrategia y la política económica de México durante el proceso de ajuste derivó del supuesto

Rodríguez y Jaime Ros, “Ahorro y balanza de pagos: un análisis de las restricciones al crecimiento económico de México”, en CIDE, *Economía mexicana*, núm. 7, 1985; p. 24.

¹⁷ “...una situación de fragilidad financiera es aquella en que para valores ‘normales’ de los determinantes de un portafolio financiero, el público prefiere colocar sus ahorros en activos denominados en moneda extranjera y no en la nacional”. J. López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., p. 50.

implícito de que las señales del mercado, por sí mismas, bastan para asegurar un comportamiento óptimo de la economía.

“... en cualquiera [estrategia alternativa] que hubiera sido, la gestión macroeconómica no podía dejarse atada a los solos mecanismos del mercado. Se requerían, por una parte, instrumentos capaces de evitar la fuga de capitales. Por otra, las políticas generales deberían haberse complementado con apoyos fiscales específicos a empresas o sectores cuando ello hubiera sido necesario. Finalmente, eran indispensables políticas fiscales y monetarias activas que garantizaran niveles adecuados de demanda efectiva.

“Nada de esto se hizo. Al descansar puramente en las fuerzas y señales del mercado, el esquema de ajuste profundizó una recesión que afectó no sólo la economía en general sino también a casi todos los actores sociales: trabajadores y capitalistas, aunque con diferente intensidad. Como resultado final, a nivel macroeconómico la crisis externa se extendió al conjunto de la economía”.¹⁸

Sin embargo, la estrategia continuó centrada en el combate a la inflación con medidas económicas contractivas, ahora con el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), en enero de 1989, cuyos propósitos eran obtener “el crecimiento con estabilidad de precios”, a través de la reducción del déficit financiero del sector público, de 12.3% al 6.0%, y la reducción de la inflación a menos de 25%.

Este es ya el sexenio del gobierno de Carlos Salinas de Gortari, que lo había iniciado con serios cuestionamientos a su legalidad y legitimidad presidencial. Es también la continuación en el poder del grupo integrado por tecnócratas (economistas principalmente) de similar concepción, estilo y formación, seguidores de la eficiencia del mercado y de la reducción del Estado, modernizadores y globalizadores, pero incorporados a las prácticas autoritarias y defensores de los intereses económicos subsistentes en los gobiernos anteriores sujetos a su impugnación.

Se elaboró un nuevo plan de renegociación de la deuda para reducir el saldo, el servicio y las tasas de interés, además de obtener créditos frescos. El monto sujeto a la reestructuración, según el saldo a finales de 1988, era de 81,003.2, con diferentes cantidades por tipo de acreedor.

¹⁸ Ibid., pp. 51-52 y 56.

En el marco del Plan Brady, el gobierno mexicano ofreció tres opciones para la reducción de la deuda:

- 1) Intercambio de deuda antigua por un bono nuevo de descuento. La tasa flotante aplicable sería de 0.8125 (13/16 %) sobre la Libor, a un plazo de 30 años. El pago del principal, reclamable hasta el final de ese plazo, estaría garantizado por bonos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos; los intereses se garantizarían mediante una cuenta especial a favor de los acreedores, donde se depositaría el equivalente a 18 meses de intereses.¹⁹
- 2) Intercambio de deuda antigua por un bono nuevo a la par, sin descuento, a una tasa de interés fija (6.25%) menor a la del mercado, y a un plazo y garantía de pago similar al anterior.
- 3) Otorgamiento de dinero fresco en un porcentaje del saldo correspondiente al participante (25% del valor restante de la deuda no intercambiada), a una tasa igual que las anteriores, pero a un plazo de 15 años.

Las garantías serían adquiridas con financiamiento multilateral, con apoyo del gobierno japonés y del mexicano.²⁰ Estarían disponibles hasta la fecha de maduración, en el año 2019.

Se iniciaron negociaciones con el FMI, el Banco Mundial, el Club de París y los bancos comerciales. Se acordó con el FMI una Carta de Intención, en la que se proponía disminuir las transferencias de recursos de México hacia el exterior, se comprometía la profundización de las políticas de estabilización y cambio estructural, y se eliminaba la condicionalidad cruzada. En mayo de 1989 se formalizó el Acuerdo de Facilidad Ampliada, por el cual, en el marco de las políticas económicas convenidas, el FMI suministraría 4,135 millones de dólares durante tres años.

En abril de ese año se comenzó a negociar con la banca comercial. Mientras el gobierno mexicano planteó una reducción de 55%, los bancos ofrecieron bajar 15%; finalmente se acordó un 35%.

¹⁹ En vez de pagar intereses anuales, los bonos cupón cero se capitalizan para el período siguiente hasta su maduración; en ese momento se paga su valor en libros. Por ello, se vende el bono con un descuento referido a la capitalización de intereses.

²⁰ Cfr. J. A. Gurría, cit., p. 124.

Por su parte, el Banco Mundial concedería créditos por 1,960 millones de dólares en 1989 y 6 mil millones distribuidos entre 1990 y 1992. Con el Club de París se reestructuraron 2,600 millones de dólares, a 10 años con 6 de gracia, que vencían entre 1989 y 1992; además, México recibiría un crédito de 12 mil millones para financiar importaciones provenientes de esos países, a razón de 2 mil millones anuales durante 6 años. La negociación con la banca comercial fue accidentada y prolongada, con suspensiones temporales, en las que México presionaba nuevamente con la posibilidad de la moratoria. En julio de 1989 se llegó a un acuerdo preliminar, cuyos puntos eran los siguientes:

- “1. Intercambio de deuda por bonos nuevos con un descuento de 35% (Bonos de Descuento) a una tasa de Libor más 13/16.
2. Intercambio de deuda por bonos nuevos con el mismo valor original pero con una tasa de interés fija de 6.25% anual (Bonos a la Par).
3. Concesión de créditos nuevos (Dinero Nuevo) por un monto igual al 25% del valor nominal de la deuda no asignada a alguna de las dos primeras opciones, distribuidos a lo largo de los siguientes cuatro años de la siguiente forma: 7% en 1989 y 6% anual de 1990 a 1992; la tasa de interés que devengaría el Dinero Nuevo sería de Libor más 13/16, con un plazo de amortización de 15 años con siete de gracia”.²¹

También se acordó:

- Un programa de swaps por 3,500 millones de dólares.
- Un crédito de contingencia por 1,000 millones de dólares en caso de una caída del precio del petróleo por abajo de los 10 dólares el barril; lo anterior, con fondos combinados: comerciales, del FMI y del Banco Mundial.
- Una cláusula de recaptura, mediante la cual México aumentaría el rendimiento de los bonos hasta un monto que no excediera el 30% de los ingresos adicionales ni el 3% anual adicional, en caso de un precio del petróleo por arriba de los 14 dólares reales de 1989 el barril, y siempre que los ingresos totales por exportación

²¹ Ibid.; cit., p. 148.

de petróleo fueran mayores a los obtenidos en 1989, en términos reales.

- La capacidad de México para realizar operaciones de recompras directas de los bonos de reducción de deuda o nuevos intercambios de deuda por deuda.²²

Sobre esta base todos los bancos eligieron su opción más conveniente, y en marzo de 1990 se llevó a cabo el intercambio de deudas por bonos. Esta operación alcanzó el monto de 48,231 millones de dólares (deuda elegible), equivalente a 62% del monto total de la deuda pública de ese año, y se distribuyó así:

a) 42.6% de dicho saldo (20,546.4 millones de dólares) se intercambió por Bonos de Descuento.

b) 46.5% (22,427.4 millones de dólares) por Bonos a la Par.

c) 10.9% (5,257.2 millones de dólares) sirvió de base para la aportación de Dinero Nuevo".²³

El fondo para la conformación de garantías, por un monto de 7,122.1 millones de dólares, provino de las aportaciones del FMI (1,688.5 millones), Banco Mundial (2,010.0 millones), EXIMBANK de Japón (2,050.0 millones) y del Gobierno Federal (1,373.6 millones de dólares).

Como resultado de la operación de intercambio la deuda externa se redujo en 7,200 millones de dólares, que equivale a los intereses que se habrían tenido que pagar sobre el saldo sujeto a la negociación.²⁴ Además, según la opinión de las autoridades, el acuerdo generaba confianza que repercutía en un ahorro por concepto de intereses sobre la deuda interna y mayor estabilidad financiera por la reversión de las fugas de capital.

Los montos y términos de la reestructuración fueron presentados por el gobierno como excepcionales, en cuyo marco se lograría la solución del problema de la deuda externa del país. Fue el momento en el que el

²² Ibid., pp. 151-152.

²³ Ibid., p. 155.

²⁴ Ibid., pp. 156-157.

Presidente dirigió el famoso mensaje, de julio de 1989, celebrando el haberse obtenido por vez primera una reducción de la deuda que posibilitaría la recuperación permanente, y donde incitaba a los padres a decir a sus hijos que el mundo para ellos sería mejor, ya libres del endeudamiento excesivo. Se mencionaron como resultados positivos también: reducción inmediata de tasas de interés internas (descenso de 35%), retorno de capitales externos y continuidad del programa de reformas económicas.

Los resultados económicos en 1989 fueron favorables en la recuperación del crecimiento del PIB (3.3%) y en la reducción de la tasa de crecimiento de los precios (19.7%).

Por la restricción de créditos de la banca comercial extranjera, México optó por obtener financiamiento directamente en los mercados voluntarios de capital, recurriendo a la emisión de bonos y a la colocación de acciones en los mercados internacionales; también el financiamiento provino de la inversión directa y en cartera. De 1989 a 1993, el sector público emitió bonos por la cantidad de 6,268 millones de dólares, mientras el sector privado colocó 7,960 millones.²⁵

En 1990 se inició el Programa de Intercambio de Deuda Pública por Capital (swaps). Para evitar el efecto inflacionario de este programa se fijaron algunas restricciones, entre ellas, la de destinarse al financiamiento de proyectos de infraestructura y a la adquisición de hasta 50% del valor de los activos de algunas empresas públicas desincorporadas, utilizar el mecanismo de intercambio por subasta y abrirla a todo postor, estuviese o no en posesión de deuda. Entre 1990 y 1992 se efectuaron dos subastas por un monto de 3,500 millones de dólares; en la primera, por mil millones de dólares, la tasa de descuento fue de 52.05%, siendo su precio de conversión 47.95 centavos por dólar, ligeramente superior al precio de la deuda mexicana en el mercado secundario. En la segunda subasta, por el monto restante, la tasa de descuento fue de 52%. Estos resultados se muestran en el cuadro:

²⁵ Las emisiones del sector público en esos años se distribuyeron así: 1989: 420 mdd; 1990: 792 mdd; 1991: 1,835 mdd; 1992: 1,020 mdd; 1993: 2,201 mdd (a agosto). El número de emisiones para esos mismos años fueron: 2; 9; 16; 8 y 19, respectivamente. *Ibid.*, p. 180.

RESULTADOS DE LAS DOS SUBASTAS DEL PROGRAMA DE SWAPS
(Millones de dólares)

	<i>Valor original</i>	<i>Valor nominal</i>	<i>Tasa de descuento %</i>	<i>Monto de derechos asignados</i>
<i>1ª Subasta</i>	1,000.0	774.8	52.05	485.3
Bonos de Descuento	666.0	440.8	26.23	325.1
Bonos a la Par	334.0	334.0	52.05	160.2
<i>2ª Subasta</i>	2,500.0	1,753.8	52.00	1,200.0
Bonos de Descuento	2,132.5	1,386.3	26.15	1,023.7
Bonos a la Par	367.5	367.5	52.00	176.4
<i>Total</i>	3,500.0	2,528.6	52.01	1,685.4
Bonos de Descuento	2,798.4	1,827.1	26.17	1,348.8
Bonos a la Par	701.6	701.5	52.00	336.6

FUENTE: J. A. Gurriá, cit., p. 178.

A partir de 1990 se manejó un programa de swaps dirigidos a proyectos de educación, ecología y salud.

Otro tipo de operaciones para la reducción de la deuda fueron las recompras de deuda en el mercado secundario. Para realizarlas, el Gobierno Federal contrataba créditos con la banca privada, emitía bonos o vendía acciones de empresas en las que tenía participación (ej. TELMEX). Las operaciones se garantizaban con los bonos recomprados, los que se cancelaban hasta la amortización del crédito. De esta manera, en junio de 1992 se anunció una reducción de la deuda por 7,171 millones de dólares, derivado de la amortización de los créditos contratados entre 1990 y 1992 para las recompras y de la cancelación de los bonos de deuda recomprados pero mantenidos en garantía. Esta reducción representó un ahorro de intereses por 654 millones de dólares; con ello, la deuda del sector público vigente a la fecha se redujo en 9%.²⁶

Por último, otra reducción de deuda se llevó a cabo por el intercambio de pasivos interbancarios por Bonos de Privatización Bancaria emitidos por el Gobierno Federal: los bancos internacionales tenían en depósito en sucursales en el exterior de bancos mexicanos la suma de 3,776 millones de dólares, el gobierno ofreció en subasta los bonos por una cantidad de 1,170 millones, con un descuento de 1.56%, a un plazo de 10 años con cinco y

²⁶ Ibid., p. 184.

medio de gracia y a una sobretasa de 13/16 sobre la Libor. Con los mismos pasivos retenidos el gobierno canceló deudas contraídas con los bancos mexicanos. PEMEX, como empresa gran deudora, renovó igualmente dos líneas de crédito que evitó pagos por 2,784 millones de dólares en los siguientes tres años.²⁷

El gobierno tomó otras medidas complementarias: el Programa de Cobertura de Riesgo, para diluir el impacto del incremento de las tasas de interés internacionales sobre la deuda pública externa contratada a tasa flotante; el timbre fiscal promotor del retorno de capitales; la promoción de créditos multilaterales, bilaterales y de la inversión extranjera, directa y de cartera. Para este efecto se desreguló considerablemente a través del Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera (RLIE). A la inversión directa se le ofreció participación automática y sin límite de porcentaje, mientras que a la inversión de cartera se le crearon diversos instrumentos para la participación en el capital accionario de las empresas.

Después de que entre 1982 y 1989 se había producido un proceso de desendeudamiento del sector privado, en 1990 comenzó una tendencia de endeudamiento de ese sector, aumentando 81.9% de ese año a 1992. En cambio, la deuda pública creció sólo 5.5% de 1988 a 1994, con un crecimiento promedio anual en el período de 0.9%. Esto se explica por las reducciones mencionadas arriba y, en el caso de 1994, por una reducción en los flujos de financiamiento externo (3,619 mdd), menor al monto anual autorizado por el Congreso (5 mil millones de dólares).²⁸

Durante el año, el financiamiento se obtuvo principalmente de la colocación de instrumentos de renta fija (3,853 millones de dólares: 3,270 en bonos a largo plazo y 583 en papel comercial de corto plazo) en condiciones menos favorables en cuanto al plazo de vencimiento y al costo financiero.²⁹

La evolución de la deuda durante el sexenio de Salinas, sus características, relaciones y peso en la economía nacional, indican:

²⁷ *Ibid.*, pp. 186-193.

²⁸ Con los 4,967 mdd de endeudamiento del sector privado y bancario (3,470 mdd y 1,497 mdd, respectivamente), el endeudamiento neto total de ese año fue de 8,586 mdd. Banco de México, *Informe anual 1994*, p. 202.

²⁹ *Ibid.*, pp. 203-204.

- a) La participación de la deuda de corto plazo en la deuda total aumentó, pero su monto es aún poco relevante.
- b) El endeudamiento neto es negativo en algunos años, lo que expresa el mayor monto de amortización respecto a la disposición. En los restantes años, aunque la amortización es también muy alta, el nivel elevado de la disposición lo compensa.
- c) La importancia del monto de la deuda en las variables macroeconómicas se redujo significativamente, pero el peso económico del servicio aumentó.
- d) Dado el alto déficit de cuenta corriente, la transferencia de recursos es también muy alta.

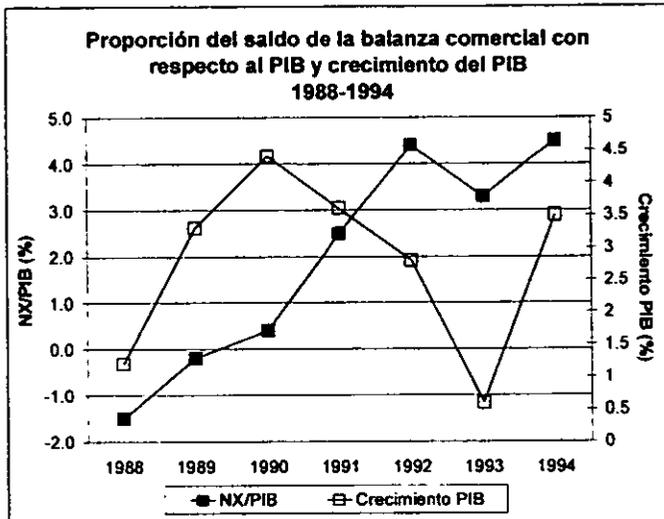
Por su parte, la relación entre las exportaciones netas y el crecimiento del PIB se presentó así:

BALANZA COMERCIAL Y PIB: 1988-1994
(Porcentaje)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
NX/PIB	-1.5	-0.2	0.4	2.5	4.4	3.3	4.5
PIB (crecimiento)	1.2	3.3	4.4	3.6	2.8	0.6	3.5

NX = M - X. Su signo positivo representa un déficit comercial y negativo, un superávit.
FUENTE: Elaboración propia con base en los cuadros del Anexo Estadístico.

La gráfica de los datos anteriores es la siguiente:



En los últimos años del sexenio salinista algunos indicadores absolutos y relativos de la deuda mejoraron en cierta medida, como se observa en el cuadro correspondiente, en el Anexo Estadístico. Con la excepción del incremento del servicio, que se asumía sin ocasionar desequilibrios, parecía ser cierta la opinión gubernamental de que con la restructuración de 1989 se controlaba el problema. Así, el financiamiento multilateral y bilateral al sector público se privilegió sobre el proveniente de la banca comercial. Aquél, junto con el financiamiento por la emisión de bonos gubernamentales, que pueden refinanciarse con nuevas emisiones, sufrieron los mayores incrementos; la estructura de vencimientos, aunque se modificó aumentando los pagos en el corto plazo, conservó la carga mayoritaria en el largo plazo (92.6%); y si en el período 1982-1988 la deuda pública se incrementó 5.5%, de 1988 a 1994 creció 0.9%.

Lo anterior era congruente con el reconocimiento que se hacía en el extranjero de las virtudes de la política económica en general y de la deuda en particular. Las metas prioritarias se cumplían en 1994: inflación de sólo 7.1%; superávit público de 0.7%; estabilidad cambiaria pese a incrementos en el deslizamiento diario del peso; apertura comercial eliminando barreras arancelarias y a través de tratados comerciales, para modernizar la planta productiva nacional y mejorar su competitividad internacional; acceso a los mercados internacionales de capitales y el pago puntual de la deuda.

Todavía la evaluación oficial que se hizo de 1994 presentaba un cuadro de resultados positivos: la actividad económica se había recuperado producida por el incremento de la inversión, ésta a su vez generada por el aumento de la inversión extranjera directa; la inflación era la más baja en 22 años por el aumento de la oferta con las importaciones, la política monetaria restrictiva y la reducción del margen de comercialización, pero no por la represión de precios; se incrementó en el año la productividad en el sector manufacturero (la productividad media pasó de 6.9 en 1993 a 8.0 en 1994); las exportaciones mostraron mayor dinamismo, sobre todo las manufactureras (4/5 del total de exportaciones). También se incrementó la formación bruta de capital (8.1%); el consumo total en bienes y servicios creció 3.5%, a precios constantes de 1980, debido a salarios reales más altos y mayores gastos del gobierno en remuneraciones a empleados públicos; la producción industrial obtuvo la tasa de crecimiento más alta de los últimos 4 años (4.1%). Y en otro orden, el del bienestar de la población, el gasto social obtuvo los mayores incrementos (de 6.1 en 1988 a 10.3% del PIB en 1994).³⁰

³⁰ Ibid.

Ciertamente que el ahorro interno se redujo (de 16.7 a 15.8% de 1993 a 1994) debido a la disminución del ahorro del sector público (de 5.1 a 3.8% en esos mismos años); la cuenta corriente registró aumento de su déficit, ocasionado por la activación de la inversión que indujo mayores importaciones, y por el decremento del ahorro del sector público mayor al incremento del ahorro privado; el tipo de cambio se apreció por la entrada de capitales y por habersele mantenido dentro de la banda de flotación utilizando reservas internacionales; a pesar de todo ello, se reafirmaba la correcta la conducción económica.³¹

Sin embargo, en horas tempranas de 1994 estalló la rebelión campesina e indígena en Chiapas, que ponía en duda los beneficios sociales del programa económico e inauguraba otra era política en México. Se empezó a dar una aguda tendencia declinante de las reservas internacionales,³² que amenazaba la estabilidad cambiaria y la capacidad del país para cumplir con las obligaciones derivadas de la deuda. El déficit de la balanza comercial alcanzó un nivel insostenible de 18,464 millones de dólares, que dejaba ver el impacto negativo de la apertura para la conservación de la industria nacional, cuestionaba la política cambiaria de un peso sobrevaluado y exigía un financiamiento externo desequilibrante por las altas tasas de interés para obtenerlo. La inversión extranjera en cartera, para compensar ese déficit, en 1993 representó 86.8% de la inversión extranjera

³¹ Ibid.

³² Las reservas internacionales durante 1994 presentaron el siguiente perfil:

RESERVAS INTERNACIONALES: 1994 (Millones de dólares)		
3 de enero	24,978	inicio del año
15 de febrero	29,228	el monto más alto en el año
9 de marzo	28,776	desde esta fecha se presenta una tendencia declinante en el resto del año
30 de junio	15,998	mitad del año; hasta aquí hay una intervención acumulada de -7,937.3
30 de diciembre	6,148	cierre del año; la intervención acumulada suma -20,354.3
FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco de México, <i>Informe anual 1994</i> , pp. 192-199.		

total,³³ que amenazaba la estabilidad financiera por ser capitales de corto plazo de gran movilidad, como se mostró en los dos últimos meses del año.

En consecuencia, el 19 de diciembre de 1994, pocos días después de que las autoridades hacendarias declararan la continuidad de la estabilidad cambiaria, se decretó una devaluación mediante el expediente de aumentar el techo de la banda de flotación del peso en 15.2%. Esta decisión creó tanta incertidumbre sobre la solidez económica y financiera del país, y dudas sobre la firmeza política del gobierno, que la depreciación inmediatamente se disparó sin control. La fuga de capitales se aceleró, por lo que el 22 de ese mes se decretó la libre flotación del peso, que esos días sufrió una devaluación de 54.4% aproximadamente. Con ello se desató una crisis financiera en varios países latinoamericanos, conocida como "efecto tequila", que amenazó con transformarse otra vez en una crisis del sistema financiero internacional.

Esos contundentes hechos, que afectaron la estructura y montos de la deuda externa, ofrecieron un panorama económico diferente al difundido en las esferas gubernamentales y empresariales, nacionales y extranjeras, que obligaban a la revaluación del sexenio de Salinas y de los resultados de los programas de ajuste, revisión que debía abarcar al modelo económico que los sustentaba y a las instituciones internacionales encargadas de su operación.

En primer lugar, en relación al entorno macroeconómico, se observa que la recuperación presentada en el período 1988-1994 fue acompañada de un desequilibrio en el sector externo, el cual fue propiciado por la estrategia gubernamental centrada en el control de la inflación. Esta consistió en la contención de la tasa de incremento del salario mínimo y del tipo de cambio,

³³ Según la cuenta de capital de la balanza de pagos, en su rubro de pasivos, la inversión extranjera en 1993 y 1994 fue así:

INVERSIÓN EXTRANJERA: 1993-1994
(Millones de dólares)

	1993	1994	Variación absoluta
Inversión extranjera	33,308	16,166	-17,142.2
Inversión directa	4,389	7,980	3,591
Inversión en cartera	28,919	8,186	-20,733

FUENTE: Banco de México, *Informe anual 1994*, p. 181.

los que se rezagaron respecto a la tasa de inflación. Con estas anclas, se produjo de hecho una caída del salario mínimo y del tipo de cambio reales.

El desequilibrio externo se derivó de un incremento acelerado de las importaciones (bienes de capital e insumos intermedios principalmente) y un aumento moderado de las exportaciones (entre ellas, las no petroleras). Pero el incremento del coeficiente de importaciones representa una fuga hacia el exterior de parte de la demanda interna, lo cual genera un bajo crecimiento relativo del PIB y significa un aumento de las capacidades productivas ociosas. La fuente sectorial del desequilibrio externo fue el sector privado, ya que siendo el déficit en cuenta corriente igual al déficit de gobierno más el exceso de inversión privada sobre el ahorro $[(M - X) = (G - T) + (I - S)]$, el déficit en cuenta corriente en el período fue producto del exceso de I^p sobre S^p . La inversión privada tuvo un rápido crecimiento, relevantemente la de maquinaria y equipo (11.2% promedio anual, entre 1988 y 1994), y especialmente localizada en el sector de bienes comerciables.

El déficit en cuenta corriente mide las necesidades de financiamiento externo,³⁴ por lo que los requerimientos de éste último aumentaron aceleradamente como el déficit mismo. Pero el ahorro externo sustituyó parte del ahorro privado; esto, junto al empeoramiento de la distribución de la renta, contribuyó a la reducción del ahorro privado.³⁵

“Puede afirmarse que la captación de ahorro externo es una condición indispensable para el crecimiento del producto y el gasto interno sólo si las capacidades productivas están plenamente aprovechadas y es, por tanto, imposible elevar la producción en el corto plazo. Ahora bien, en México ése no era el caso: en 1988, cuando se inició el recurso al ahorro externo, existía una capacidad ociosa importante. De hecho, el crecimiento de las importaciones a ritmos mayores que las exportaciones significó que el mercado interno para los productores nacionales (en especial para quienes utilizan tecnologías relativamente atrasadas y que carecen de capacidad competitiva) crecía por debajo del crecimiento de la demanda, y se

³⁴ “Cuando Y alude al ingreso nacional (en lugar del PIB), el ahorro externo es equivalente al déficit en cuenta corriente. Por consiguiente, incluye también el déficit comercial como las transferencias netas al exterior”. J. López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., p. 73.

³⁵ *Ibid.*, pp. 69-71.

restringían las posibilidades de dar un empleo en el sector formal de la economía a una parte importante de la población".³⁶

Con la leve devaluación en 1994 el déficit en cuenta corriente no se corrigió, y los inversionistas cambiaron a bonos denominados en dólares; se incrementó la razón de M2 a reservas extranjeras y cayó la razón de reservas a importaciones; se elevó la razón de deuda pública a corto plazo a reservas. El endeudamiento externo incrementó la fragilidad financiera. "La fragilidad financiera externa se conjuntó con la fragilidad financiera interna: entre 1988 y 1994 la participación en el PIB de la deuda de las empresas con el sistema bancario creció de 8.9 a 35.5 por ciento, y para las personas esta participación se elevó de 14.2 a 55.3 por ciento".³⁷

En la creación de esta fragilidad fue decisivo el esquema de modernización seguido. En ésta, según el razonamiento oficial, el crecimiento del producto se obtiene elevando niveles y tasas de ahorro e inversión, así como mejorando la eficacia de esta última. La modernización elimina la "represión financiera" y aumenta la tasa de interés. Esto lleva al incremento del ahorro privado, que representan recursos financieros para los bancos, mismos que ellos proporcionan a su vez al sector formal. También las altas tasas atraen ahorro externo, el cual, junto al ahorro interno y la disminución del gasto e inversión pública, llevan al incremento de la inversión privada. Así habría capacidad de pago de la deuda externa y el capital de corto plazo no tendría efectos negativos: funcionaría como un fondo revolvente.

Pero la liberalización financiera no generó una elevada inversión extranjera directa, y los cuantiosos recursos financieros que entraron se convirtieron en endeudamiento creciente del sector privado, sobre todo de los bancos. Esos recursos externos elevaron la demanda de activos financieros mexicanos, con lo cual fue posible la existencia de bajas tasas de interés reales, elevaron el valor en dólares de las acciones, del capital de las empresas grandes y de la riqueza privada. Lo anterior permitió el aumento de las decisiones de gasto, tanto en consumo como de inversión.

³⁶ Ibid., pp. 71-72.

³⁷ Ibid., p. 80, con datos de OCDE, 1995. Como antes se apuntó, la fragilidad financiera externa es "...una situación en la que existe el peligro de que las reservas del banco central sean insuficientes para enfrentar una conversión masiva a moneda extranjera del ahorro líquido en pesos". Ibid., p. 78.

La mencionada valorización del capital de las empresas hizo disminuir la proporción de los compromisos de pago respecto del capital propio. Ello creó un mayor margen de endeudamiento que fue servido por los bancos y por el ahorro externo. Los bancos tuvieron esa capacidad de oferta para atender la demanda de crédito, creada por el aumento de las decisiones de inversión, debido al marco propicio de la desregulación del sector financiero. En este marco los bancos pudieron manejar su estructura de activos y pasivos, reducir reservas y crear instrumentos financieros que aumentarían la captación de recursos. Lo anterior les permitió incrementar significativamente el crédito bancario al sector privado, relacionado con el aumento del multiplicador del crédito (M2 respecto a la base monetaria).³⁸

La desregulación financiera disminuyó el racionamiento de crédito.³⁹ Con esto, la demanda latente obtuvo financiamiento en el mercado formal, sobre todo la inversión privada. “Sin embargo, en el curso de esta modernización se deterioró la calidad de los activos del sistema bancario. Así, la

³⁸ *Ibid.*, pp. 67-68. También: “Es así como entre 1988 y 1994 la proporción del crédito neto de las empresas con el sistema bancario subió del 8.9 por ciento del PIB al 35.5 por ciento, en tanto creció de 14.2 a 55.3 por ciento a los particulares”. *Ibid.*, p.68.

³⁹ El concepto de racionamiento de crédito se refiere a una situación en la que los individuos o las empresas no obtienen dinero prestado de los bancos, estando dispuestos a pagar los intereses al tipo vigente o aun intereses más altos. Hay tres formas de racionamiento: “Algunos prestatarios consiguen fondos, pero menos de lo que les gustaría. Algunos ven denegada su solicitud de préstamos, aunque otros solicitantes similares reciban un crédito. Y algunas clases de solicitantes reciben sencillamente una contestación negativa a su petición de préstamos”. Joseph Stiglitz, *Economía*, Barcelona, Ed. Ariel, 1993; pp. 604; 606. Según este autor, ello se debe a la falta de información perfecta de parte de los prestamistas sobre los prestatarios, lo cual impide a los bancos aplicar tipos de interés diferenciados, según las probabilidades de pago de cada uno de los solicitantes. Con esto se evitaría el aplicar un único interés elevado que podría generar un problema de “selección adversa”: perder a los prestatarios cumplidos y quedarse con los más riesgosos, provocan una baja en los rendimientos de los bancos. *Ibid.*, p. 606.

El concepto de racionamiento del crédito ha sido difundido por los nuevos keynesianos, corriente a la cual se adscribe Stiglitz, pero su origen se encuentra en Keynes, quien en su Tratado sobre el dinero se refería “a la existencia, en condiciones normales, de una **franja de tomadores insatisfechos**, cuyo acceso al crédito era limitado por las propias instituciones oferentes. El crédito podría ser racionado entre los potenciales tomadores de forma que un alivio de las condiciones de oferta de crédito podría tener efectos inmediatos sobre la demanda agregada, al permitir a un número de agentes el ejercicio de sus demandas deseadas y antes reprimidas. Fernando J. Cardim de Carvalho, “Temas de política monetaria keynesiana”, en *Esaios FEE*, Porto Alegre, (15) 1:33-61, 1994; p- 50.

participación de la cartera vencida dentro del total pasó de algo menos de uno por ciento en 1988 a poco más de 5 por ciento en 1994".⁴⁰ A esto contribuyó que parte de esa expansión crediticia de los bancos comerciales se dirigió a financiar tarjetas de crédito y el consumo en general,⁴¹ crédito que los particulares fueron posteriormente incapaces de liquidar.

En segundo lugar, en relación a la deuda, en el período presidencial de Salinas se pasó del Plan Baker al Plan Brady. Antes del aquel plan y durante el mismo, inspirado en la idea del ajuste con crecimiento, México había asumido su parte del costo aplicando programas de estabilización combinados con programas de ajuste recesivo, con reformas estructurales en sus mercados (liberalización). Ello bajo la percepción de que el problema de México era de liquidez (problema de "caja") mas no de insolvencia. Esos programas de corto plazo eran complementados con renegociación de la deuda y créditos puente para cubrir compromisos de pago. Pero los bancos no asumieron su parte del costo: no proporcionaron recursos frescos ni aplicaron programas de descuentos. De ahí que el Plan Brady, que prometía descuentos en capital e intereses, basados en el valor de la deuda en el mercado secundario, parecía ser una solución efectiva al problema.⁴²

¿Cuál fue el avance real obtenido en la solución del problema de la deuda? Abud presenta una respuesta crítica al respecto; seguiremos su planteamiento.⁴³

⁴⁰ J. López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., p. 69.

⁴¹ Es un lugar común atribuir al incremento del consumo la característica que define el crédito bancario de ese período. Es el caso de Rogelio Ramírez de la O, "La crisis del peso mexicano y la recesión de 1994-1995: ¿previsible entonces, evitable en el futuro?", en Riordan Roett (comp.), *La crisis del peso mexicano. Perspectivas Internacionales*, México, FCE, 1996, pp. 26-57. Con datos del Banco de México, este autor señala que el financiamiento bancario al consumo creció 457.7% entre 1987 y 1994, frente a un 130.6% a la industria manufacturera. Sin embargo, el hecho empírico es que tomando 1988 como base (=100), entre este año y 1994, la inversión dirigida a la formación de capital fijo aumentó 55.5% mientras el consumo total sólo alcanzó 30.9%. Véase, INEGI, *Anuario Estadístico 1996*.

⁴² Ignacio Perrotini, "Comentario crítico al artículo "La deuda externa mexicana y el Plan Brady: ¡resultados y retórica!", en *Investigación económica*, núm. 222, vol. LVII, FE-UNAM, octubre-diciembre de 1997; pp. 185-194.

⁴³ Jairo Abud, "La deuda externa mexicana y el Plan Brady: ¡resultados y retórica!", en *Investigación económica*, vol. LVII:222; FE-UNAM, octubre-diciembre de 1977; pp. 17-45.

La deuda fue un tema de discusión política abierta durante la campaña electoral de 1988, en la que se confrontaron, por un lado, la demanda tradicional de la oposición, consistente en la aplicación de una moratoria, y por otro, la visión gubernamental, atada a compromisos establecidos, basada en lograr una reducción de la deuda y mejores condiciones de pago (reducción del servicio y plazos más extensos de pago). Para Salinas, una reducción ventajosa significaba tanto bajar la incidencia del problema en el cuadro de incertidumbre de la economía futura y sus efectos negativos en la tasa de interés, como convertirlo en un instrumento para ganar legitimidad. Esto explica la rápida adhesión de México al Plan Brady cuando éste se anunció. Dicho acuerdo se firmó en marzo de 1990, con retroactividad a julio de 1989.

Pese a los resultados positivos del acuerdo que se manejaron, y considerando que el objetivo central fue lograr una reducción de la deuda para mejorar los indicadores y la percepción del estado de la economía, una pregunta ineludible para evaluar en su justa dimensión la renegociación es la siguiente: ¿cuál fue la reducción efectiva?

No hay un criterio común de cálculo, el acuerdo implicó una compleja combinación de opciones y tasas de interés; además, hay efectos indirectos difíciles de medir.⁴⁴ Pero a través de un cálculo adecuado se puede establecer que la reducción de la deuda (7,190 mdd) equivale al valor de las fianzas, por lo que se eliminó de hecho la rebaja del principal, ya que las fianzas se constituyeron en su mayor parte con nuevos préstamos:

⁴⁴ Por ejemplo, Wijnbergen calcula que la reducción fue de 28% (14% del principal y el resto de intereses; incluye costos indirectos), calculado para todo el período de vigencia del acuerdo (30 años). La base técnica del cálculo consiste en la estimación de la tasa de retorno de la ampliación de dinero comparada con el costo de financiamiento de los 7 mil millones de dólares; la tasa de retorno estimada fue de 36%. En cambio Bacha excluye efectos indirectos, compara la rebaja del principal y la reducción del pago de intereses con el valor y pago de intereses de la deuda antigua. Este cálculo simplificado se limita a la opción 1 del acuerdo (las otras opciones no redujeron el valor de los títulos), donde se determina una reducción de 7,190 millones de dólares del valor en libros.

Las referencias bibliográficas son: Sweder von Wijnbergen, "Mexico's External Debt Restructuring in 1989-1990", The World Bank Working Papers, Washington, junio de 1990. Y Edmar L. Bacha, "The Brady and Beyond: New Debt Management Options for Latin America", Texto para discusión, núm. 257: PUC/RJ, 1991. Ambos citados por J. Abud, p. 25.

FIANZAS PARA LA GARANTIA DE LA DEUDA
(Miles de millones de dólares y porcentaje)

<i>Origen</i>	<i>Valor</i>	<i>Porcentaje de deuda original</i>
FMI	1.27	2.63
BIRD	2.01	4.17
EXIMBANK	1.38	2.86
Bancos comerciales	1.09	2.22
Total nuevos préstamos	5.75	11.93
Reservas	1.37	2.84
Total de fianzas	7.12	14.77

FUENTE: J. Abud, cit., p. 23; elaborado con datos del Banco de México.

En cuanto a la rebaja de intereses, su cálculo se puede establecer a través de la diferencia entre el pago de intereses en ausencia de acuerdo (considerando que sin el Plan Brady la deuda original se renegociaría constantemente en las condiciones preexistentes) y el pago de intereses de los nuevos títulos. Es decir, para el cálculo de intereses se debe incluir la parte correspondiente a los nuevos préstamos integrantes de las fianzas.

Así, la reducción de intereses se produciría solamente si la tasa Libor fuera superior a 5.0%. Menor a este porcentaje los intereses derivados de la renegociación superarían a los de la deuda original.⁴⁵ Pero la realidad fue que después del acuerdo las tasas de interés descendieron, con lo cual, de noviembre de 1991 a junio de 1994, la tasa Libor permaneció por debajo de 5.0%. De esta forma, los nuevos bonos pagaron intereses superiores a los vigentes en el mercado internacional. Al contrario de lo esperado, los bonos que pagaron más fueron los de tasa fija, que se valorizaron en mayor medida que los otros.

De tal manera, a diferencia de la esperada reducción de intereses por mil millones de dólares como promedio anual, se obtuvo solamente la reducción de 783.25 millones de dólares; o sea, 4.6%. Además, hay otros costos que reducen el descuento obtenido: el costo de oportunidad de las reservas líquidas empleadas para integrar las fianzas (1,370 mdd); el diferencial en operaciones de swaps entre precios de intercambio y precios en el mercado

⁴⁵ El descuento de 40% proclamado por el gobierno mexicano sería efectivo solamente en el caso de una tasa Libor promedio superior a 28% durante la vigencia del acuerdo. El cálculo econométrico y una explicación más amplia en J. Abud, cit., pp. 25-33.

secundario,⁴⁶ lo cual fue más favorable que los mismos intereses por los nuevos bonos. Por último, aun cuando la tasa Libor se elevara y el descuento en el pago de intereses se aplicara, el monto de pago subiría en términos absolutos. Este incremento se daría conforme se elevara la tasa Libor.⁴⁷

Si todo lo anterior es cierto, ¿por qué mejoraron los índices de endeudamiento externo? Abud responde que se debe a la forma en que se construyen en México algunos indicadores de la deuda:

- a) Servicio de la deuda/exportaciones: aquí no se considera el coeficiente de importaciones asociado a las exportaciones; el nivel de dicho coeficiente hace disminuir la generación de divisas para el servicio de la deuda. México se caracteriza precisamente por su elevado contenido de importaciones en los productos de exportación; en las condiciones de apertura comercial y tipo de cambio sobrevaluado se estimularon las importaciones. También es importante indicar que en las exportaciones se incluyen las correspondientes a las maquiladoras, las cuales importan un alto porcentaje de insumos; este sector ha sido en los últimos años el exportador más dinámico. Lo anterior hace poco significativo a un indicador usual del peso de la deuda.
- b) Servicio de la deuda/PIB: en México el PIB se expresa originalmente en pesos, pero al convertirlo en dólares, al tipo de cambio vigente, se sobrevalúa, por la sobrevaluación del peso, sin que ello represente un incremento real del producto.
- c) Deuda pública externa: no se incluye el monto de títulos en poder de no residentes. Si bien hasta 1991 fue casi inexistente, a finales de 1994 llegó a 30 mil millones de dólares.

El autor llega a esta conclusión: "En vista de los resultados, queda claro que durante el gobierno de Salinas el nuevo ciclo de endeudamiento ocurrió sin que se tuviese resuelto, de forma definitiva, el elevado peso de la deuda externa de México...El alivio en el desembolso de la deuda externa estuvo directamente ligado a descensos en las tasas de interés internacionales y al fuerte flujo de capitales externos. Luego, la contribución del Plan Brady para

⁴⁶ El descuento con el que se negociaban los títulos de deuda externa mexicana era de 64%. Esto representaba que dichos títulos tenían un valor de 36 centavos en el mercado secundario. El descuento obtenido en el Plan Brady fue mucho menor.

⁴⁷ En el segundo semestre de 1994 y los primeros meses de 1995, la Libor se elevó a 6.50% y 6.30% respectivamente.

consolidar las reformas y restaurar el crédito de México en los mercados financieros internacionales fue un efecto secundario del acuerdo y no una consecuencia de reducciones realistas en el pago de su deuda externa.

“Para los bancos acreedores, sin embargo, los resultados del acuerdo fueron ampliamente favorables. Volvieron a conseguir un volumen de intereses que difícilmente habrían conseguido si hubieren persistido en la estrategia de ‘eterna renegociación’. La valorización de los nuevos títulos en el mercado secundario compensó más que proporcionalmente el intercambio por títulos con valores reducidos (discount bonds). Los títulos *par bonds* con tasas de interés fijas pasaron a remunerarse con tasas por encima de las del mercado...

“Por otro lado, el hecho de que el capital externo haya retornado a México después del acuerdo, tampoco debe ser acreditado únicamente al resultado del Plan Brady o a la consolidación de las reformas económicas... Se debe también a factores exógenos, como el diferencial entre las tasas de interés internas y las tasas de interés en el mercado financiero de Estados Unidos, así como a la desregulación en los países desarrollados y al movimiento de capitales de corto plazo, que redujo los costos de este tipo de transacciones.⁴⁸....

Un resultado diferente se habría obtenido con soluciones alternativas: la aceptación de parte de los bancos estadounidenses del intercambio de títulos de deuda original por títulos nuevos con tasas de interés proporcionales conforme al descuento del mercado secundario, o bien la creación de un organismo internacional que comprara la deuda original y emitiera nuevos títulos con valor inferior al de los libros o tasas de interés inferiores a las del mercado internacional.⁴⁹

Otra evaluación crítica de esa experiencia y una propuesta en el sentido de la solución multilateral es la siguiente: “El PB [Plan Brady] contribuyó a que México incurriera en el fenómeno conocido como *la Crítica de Walters*: el

⁴⁸ “...La apertura del mercado financiero en México coincidió con la citada desregulación financiera en los países desarrollados, en especial la aprobación de la ‘Regulación S’ y de la ‘Regla 144a’ en abril de 1990. Estas desregulaciones eliminaron una serie de restricciones legales que tenían como propósito impedir movimientos especulativos, facilitando la colocación de títulos en Estados Unidos.” *Ibid.*, p.39.

⁴⁹ Jeffrey D Sachs (editor) y L. C. Bresser Pereira (“*Dívida externa: Crise e Soluções*”), respectivamente. Citados por J. Abud, p. 37.

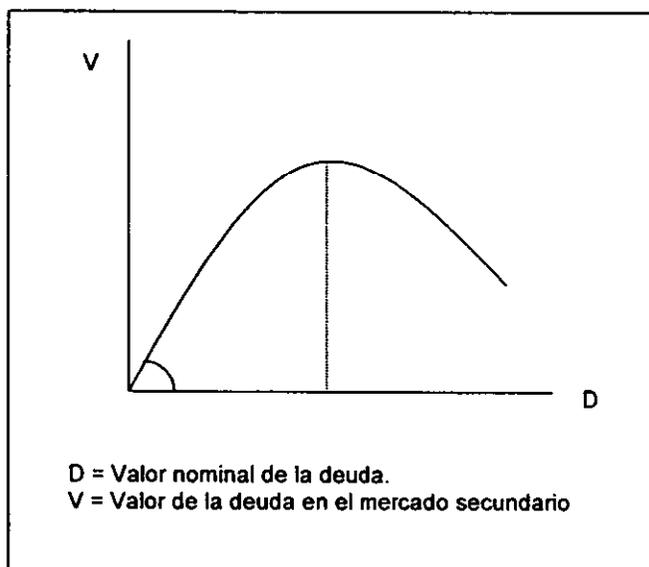
síndrome de préstamos excesivos, el cual resulta insostenible en el largo plazo. El PB propició la revalorización de los títulos de la deuda externa en el marco de una acelerada liberalización financiera y de un problema de *foreign debt overhang* ["transferencia neta positiva de recursos financieros a los países acreedores"].

"La probabilidad de *default* depende en última instancia de la tasa de inversión (inversión/PIB) que una economía deudora realice. La deuda opera como un impuesto a la inversión (la deprime), y un problema de *foreign debt overhang* reduce proporcionalmente la inversión neta. Así que niveles excesivos del valor en libros de la deuda externa tienen a reducir la tasa de retorno de los bonos de deuda. Parece lógico pensar que, dado un problema de *foreign debt overhang*, los bancos acreedores deberían estar dispuestos a perdonar unilateralmente un porcentaje sustancial de deuda externa a fin de maximizar su ingreso marginal, porque a menor deuda, mayor probabilidad de pago total, mientras que a mayor deuda, mayor probabilidad de *default*. De este modo, aumentaría el servicio de la deuda esperado por los acreedores, al tiempo que el país deudor mejora sus indicadores de deuda externa. ... Sin embargo, en el marco del PB los acreedores no concedieron descuentos de deuda a México... Una estrategia basada en el precio vigente en el mercado secundario de la deuda externa está lejos de representar una solución Paretiana.⁵⁰ La recompra de deuda externa a precio de descuento del mercado secundario no es necesariamente un buen negocio. Por varias razones, de las que aquí citamos algunas: *i*) además de los problemas de coordinación y de *free-rides*, este método opera de tal forma que el deudor recompra deuda a un precio de descuento que es igual al precio promedio de los bonos de deuda y que es superior al precio marginal de la deuda -i. e. a la reducción en el pago esperado de la deuda; *ii*) un efecto de la recompra de deuda a precio de mercado secundario bien puede ser un incremento en la inversión neta del país deudor, pero ello no necesariamente colmará la brecha entre precio promedio y precio marginal de la deuda: un escenario muy probable es que el valor de la deuda se incremente después de las operaciones de recompra, por donde el precio posrecompra podría anular el efecto positivo acusado por el incremento en la inversión, pues este aumento se traduciría en un aumento en el pago esperado de la deuda externa: los beneficiarios del programa de recompra serían en última instancia los acreedores: *iii*) en una solución de mercado secundario no existe garantía a

⁵⁰ "Se dice que una solución al problema de la deuda es Pareto-eficiente si, mediante ella, no es posible mejorar la posición de una de las partes (un país deudor, por ejemplo) sin empeorar a la otra (un banco acreedor)". Ignacio Perrotini, cit., p. 189.

priori de que los bancos estén dispuestos a vender los títulos de deuda al valor marginal (caso en que la solución no representaría un juego suma-cero para el deudor) ni, más importante aún, de que el valor poscompra no se incrementará hasta anular el beneficio así conseguido. Por tanto, las fallas del mercado a este respecto sugieren que una solución paretiana requiere la intervención de un organismo multilateral creado *ex profeso* para: a) financiar y regular las operaciones de descuento; b) regular las transacciones de conversión de los títulos de deuda externa actuales por bonos de largo plazo; c) establecer los criterios y mecanismos para compartir y distribuir equitativamente los costos y el peso del ajuste y d) para internalizar las externalidades".⁵¹

El razonamiento anterior se ilustra gráficamente con la curva Laffer de la deuda:⁵²



⁵¹ *Ibid.*, pp. 190-192.

⁵² *Ibid.*, p. 193.

7. LA CRISIS FINANCIERA DEL ESTADO (1994-1995).

La crisis que estalló con la devaluación de diciembre de 1994 se derivó de la estrategia económica gubernamental que provocó desequilibrios en el sector externo de la economía. El mayor problema en este sector fue el déficit en la cuenta corriente que ocasionó un gran endeudamiento, vía inversión extranjera en cartera, para financiarlo. Todavía un poco antes, la existencia de ese déficit era calificado por el Gobernador del Banco de México como la medida del éxito de la política económica, y fue defendido en las esferas oficiales con los siguientes argumentos:¹

- México tiene necesidad del ahorro externo ante su limitada capacidad de ahorro interno, para ampliar su capacidad productiva y lograr el crecimiento de la economía;

- el endeudamiento, dado el equilibrio en las finanzas públicas, era generado en el sector privado, y esta deuda es exceso de inversión sobre ahorro, con expectativas de beneficios futuros; así lo demostraba la composición de las importaciones, mayoritariamente de bienes intermedios y de capital, dirigidas sobre todo al sector de bienes comerciables;

- si bien los recursos externos eran principalmente de corto plazo (compra de valores gubernamentales o privados; 2/3 en bonos de corto plazo), éstos se refinanciaban convirtiéndose de hecho en recursos de largo plazo. La mayor demanda de bonos gubernamentales disminuía los costos de los recursos.

Sin embargo, las estadísticas mostraban una caída del ahorro privado, solamente compensado por el ahorro externo. Este financiamiento se dio en un contexto de capacidades productivas insuficientemente aprovechadas, que convertía en no prioritario el endeudamiento. Lo anterior condujo a la economía a un estado de fragilidad financiera externa, con un gran margen de acción para el capital especulativo, alimentado por la concentración del ingreso en México y por la liquidez del capital externo invertido en el país.

En realidad, la estrategia económica gubernamental estaba centrada en la reducción de la inflación y en la conservación de la paridad cambiaria, a fin de facilitar la integración de la economía mexicana a los mercados

¹ Cfr. Julio López, "El derrumbe de una ficción. Evolución reciente, crisis y perspectivas de la economía mexicana". Mimeo, UNAM-UACPYP-CCH, 1995. También, en versión modificada, en *Investigación económica*, núm. 212, FE-UNAM, abril-junio de 1995; pp. 9-22.

internacionales; esto, de conformidad con la concepción de hacer del sector exportador la palanca del crecimiento, en el marco inevitable de una economía internacional que se define como global. Pero esa estrategia contribuyó decisivamente al déficit en cuenta corriente, ya que condujo a la sobrevaluación del peso, esto derivó en pérdida de competitividad, incremento de importaciones y expectativas negativas sobre la estabilidad futura de la moneda; desconfianza que repercutiría directamente sobre las existencias en reservas internacionales.

Lo anterior significa que la crisis fue resultado del modelo de política económica y de sus condiciones e instrumentos de aplicación, por lo cual no es probable que una simple devaluación anticipada hubiera corregido el curso económico. Tal decisión conllevaba el riesgo de un descontrol inflacionario y de fuga de capitales también anticipados; además, de probables efectos recesivos².

² En los países en vías de desarrollo, con gran déficit comercial, la devaluación tiene efectos contraccionistas. Es decir, se puede esperar una caída del producto, redistribución del ingreso hacia los ahorradores mayores que crean un exceso de ahorro sobre la inversión planeada y reducción de las importaciones. Esto es así porque el incremento de los precios de los bienes comerciables disminuyen inmediatamente el ingreso real interno y aumenta el externo, ya que los pagos en moneda extranjera superan los ingresos (la devaluación aumenta los precios de las exportaciones y de las importaciones; si las importaciones exceden las exportaciones, hay una reducción del ingreso real en el interior del país). Dentro del país el ahorro externo aumenta su valor ex ante, la demanda agregada ex post disminuye y caen las importaciones. Cuanto mayor es el déficit comercial inicial, mayor es la contracción; así la devaluación puede empeorar el déficit comercial (lo mejora en dólares, lo empeora en moneda nacional).

La devaluación también redistribuye ingresos, sustraen una parte de los salarios de los trabajadores y los transfieren a las ganancias y rentas de los capitalistas. Lo anterior, por dos razones: disminuye los salarios reales (si los salarios monetarios son rígidos en el corto plazo) por el aumento del precio de las importaciones que repercute en un aumento de costos y precios de bienes domésticos; las ganancias en moneda nacional de los empresarios exportadores aumentan por obtener ingresos en divisas. Asimismo, la devaluación podría tener efectos fiscales, con los mayores precios de los bienes comerciables, si las exportaciones o las importaciones están sujetas a impuestos ad valorem; en este caso, hay redistribución de ingresos del sector privado hacia el gobierno. Se dice que la reducción de la demanda podría compensarse con otras medidas (es decir, la devaluación como variación del gasto contrarrestada por una política equivalente de disminución del gasto), pero los efectos contractivos de la devaluación podrían profundizarse aplicando programas de estabilización que impliquen incrementos de impuestos: habrá entonces deflación sobre deflación, y la reducción del producto sería mayor; además, no siempre es seguro que los gobiernos combinen medidas apropiadas que eleven la demanda afectada por la devaluación, por lo que sus efectos deben considerarse siempre al tomar una decisión de ese tipo. En realidad, si el propósito es expandir las exportaciones, habría que crear diversos instrumentos de estímulo a la

En contraposición a esta visión crítica, pero cercanas a la explicación oficial, se elaboraron otras interpretaciones del proceso que condujo a la crisis, de las características de ésta, de la forma de enfrentarla y de sus perspectivas³. Estas señalan como causas: el manejo equivocado de la política económica durante 1994 (política monetaria expansionista y conversión de deuda pública denominada en pesos a deuda en dólares); acontecimientos políticos internos (levantamiento armado indígena en Chiapas, asesinato de políticos); acontecimientos financieros externos (incremento de tasas de interés en Estados Unidos). Sin embargo, lo anterior es parcialmente cierto, ya que los choques externos se absorbieron sin cambios significativos en la política económica seguida hasta entonces; el incremento de la base monetaria reflejó probablemente choques de demanda de dinero (reacción de la política monetaria); el crecimiento del PIB tuvo un comportamiento promedio en 94.

Otras interpretaciones más críticas, de poskeynesianos y estructuralistas, ubican el problema en la reducción de la inversión privada total por las elevadas tasas de interés, necesarias para mantener un tipo de cambio nominal alto y un tipo de cambio real bajo. La sobrevaluación del peso redujo los beneficios en el sector de bienes comerciables y por consiguiente

inversión privada (subsidios, tarifas, créditos preferenciales, diferentes tipos de cambios); con estos fundamentos microeconómicos, entonces puede aplicarse una devaluación para aumentar las ganancias en la producción de bienes comerciales.

En síntesis, los efectos contraccionistas de una devaluación, en un país con déficit comercial, tiene estas particularidades: "I. En el corto plazo el déficit en la balanza de pagos es 'estructural' -esto es, las importaciones y exportaciones no son muy sensibles a cambios en los precios para un nivel dado del producto doméstico. II. Como consecuencia, en el corto plazo, cualquier efecto favorable de la devaluación en el balance comercial viene primariamente a través de una contracción económica más que de una sustitución. III. La devaluación no solamente reduce el producto y el empleo; también redistribuye el ingreso del trabajo al capital. IV. Así, la devaluación es un remedio costoso; y una devaluación lo suficientemente grande para reducir el déficit sustancial en la balanza de pagos en el corto plazo, puede ser inaceptable. En tal caso, los gobiernos podrían pedir prestado para mantener en el corto plazo el déficit, y trabajar para eliminar en el mediano plazo sus dificultades estructurales por medio de la expansión de la producción de bienes comerciables". Paul Krugman y Lance Taylor, "Efectos contraccionistas de la devaluación", en *Economía Informa*, núm. 260, FE-UNAM, septiembre de 1977; pp. 58-64.

Esta idea, de las consecuencias contractivas de la devaluación, fue anticipada por Kalecki, en "Money and Real Wages" [1939], en J. Osiaszynski, cit., Vol. II, pp. 36-38.

³ Por ejemplo, véase las contenidas en Riordan Roett, cit.

la inversión. Bajo el supuesto adecuado de que la inversión determina el ahorro, su explicación lógica es que si la inversión hubiera sido mayor, la participación de ésta en el sector de bienes comerciables se hubiera elevado, esto incrementaría las capacidades productivas, lo que generaría crecimiento de la tasa de progreso técnico, con lo cual aumentaría la elasticidad de la oferta, habría reducción de costos y al final se hubiera obtenido mayor competitividad.

Pero empírica y lógicamente esa explicación puede refutarse: los datos muestran que de 1988 a 1994 la inversión privada creció a un ritmo rápido y aumentó su participación en el producto. La desocupación de capacidades productivas persistió en el período, y en esas condiciones el producto puede elevarse sin mayores inversiones. Por último, el aumento de la inversión no repercute en mayor competitividad en el corto plazo, pues no se obtienen resultados inmediatos con la inversión en progreso técnico.⁴

En síntesis, falta de ahorro y devaluación tardía, en una explicación, o falta de inversión privada y de competitividad, en la otra explicación. Pero con ello se deja a un lado que el problema real fue que la ampliación de la brecha entre el déficit de cuenta corriente acumulado y su nivel de equilibrio de largo plazo produjo una situación de fragilidad financiera externa. Y que la explicación del proceso está asociada a los cambios institucionales de la modernización financiera, que permitió el incremento del financiamiento bancario para responder al incremento del gasto y de la inversión privados, lo cual elevó la demanda privada produciendo déficit en las cuentas externas. Frente a esto se aplicaron políticas de estabilización que implicaron altas tasas de interés reales, en pesos y en dólares, lo que llevó a la sobrevaluación del peso, momento en que se hicieron sentir diversas presiones para no devaluar, tanto de los que resultarían perjudicados con ello como de los beneficiarios de la sobrevaluación. Es decir, bancos endeudados en dólares, inversionistas extranjeros y gobierno.

En realidad, se evitó la devaluación para no dañar la imagen del gobierno, fundada en el compromiso de estabilidad cambiaria, donde el tipo de cambio se utilizó como ancla de control indirecto de la inflación, y de estabilidad de precios; reforzada además por el tratado de libre comercio y el incremento de las exportaciones. Lo anterior, de cara a un proceso electoral en puerta. No se devaluó también para evitar peligros al modelo, por los costos y riesgos de una devaluación: deterioro de expectativas, presiones inflacionarias, deterioro de la confianza, y sus probables efectos

⁴ J. López, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*, cit., p. 72.

contraccionistas, que en el caso de las experiencias de México (reducción de la demanda agregada y empeoramiento de la distribución del ingreso) parecían ciertas.

Por consiguiente, es equivocado el tan repetido argumento de que la crisis sucedió porque no se devaluó a tiempo; la realidad es que la estrategia económica gubernamental no consideró instrumentos para enfrentar presiones contra el peso, fuga de capitales y la eventualidad de una crisis, excepto políticas restrictivas. Y de esto estuvieron siempre conscientes.⁵

En el marco de las consideraciones anteriores, se puede mencionar la contribución relativa de la nueva naturaleza del endeudamiento externo a la fragilidad financiera. Si bien se controló el endeudamiento del sector público y el monto de la deuda total se consideró manejable, pese al significativo aumento de la deuda privada, se desarrolló una deuda externa no reconocida en el cómputo de las estadísticas oficiales, disfrazada de deuda interna: fueron los valores gubernamentales emitidos en el mercado doméstico pero con rendimiento denominado en moneda extranjera (dólares), los Tesobonos.⁶ La evolución de esta deuda y su relación con otros instrumentos fue la siguiente:

⁵ Ibid., pp. 75-77; 87-90.

⁶ "Se requiere un criterio para distinguir entre el 'interior' y el 'exterior' de un país". Tres diferentes son: el lugar de la emisión y pago de títulos de deuda y del otorgamiento de crédito bancario (interno o externo), la residencia del acreedor (nacional o extranjero) y la moneda en que se emite o se denomina el rendimiento (pesos o divisas). En México generalmente se usa la primera: es deuda externa el total de crédito de bancos extranjeros y las colocaciones de deuda en los mercados financieros internacionales. Se traslapa con una parte de los otros dos criterios, debido a que casi todas las colocaciones de papel son en divisas y compradas por residentes en el exterior. Sin embargo, esta pauta deja fuera lo que sí incorpora la segunda: los títulos de deuda emitidos en el mercado de dinero doméstico comprados por extranjeros, ya sea en pesos (Cetes) o indizados al dólar (Tesobonos). También excluye algo que el tercer criterio considera: los Tesobonos en manos de mexicanos."

"La primera es la que tradicionalmente utiliza la Secretaría de Hacienda, la segunda es la que privilegia el FMI y una variante de la tercera (al incluir los Tesobonos, que aunque se emiten en moneda nacional, su rendimiento está denominado en dólares) es la que ha sido recientemente utilizada por la citada Secretaría en el documento Alianza para la Recuperación Económica, octubre de 1995." BANAMEX-ACCIVAL, "Deuda externa", en *Examen de la situación económica de México*, División de Estudios Económicos y Sociales, revista mensual, n° 842, enero de 1996; p. 18.

EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS DE LOS VALORES: 1992-1994
(Millones de nuevos pesos)

<i>Concepto</i>	1992	1993	1994
Valores	130,958.3	128,430.6	167,853.7
Cetes	57,531.4	75,301.4	38,562.0
Bondes	37,175.2	16,876.6	8,290.0
Tesobonos	861.7	3,665.7	91,717.4
Tesobonos ¹ (millones de dólares)	276.6	1,180.2	17,223.9 ²
Ajustabonos	35,390.0	32,586.9	29,284.3

¹ No se incluyen los bonos de regulación monetaria: 11,982.2 millones de dólares.

² El monto total reconocido en Tesobonos ascendía en diciembre de 1994 a 29,206.1 millones de dólares.

FUENTE: Elaboración con datos de la Secretaría de Hacienda.

Puede observarse la amplia utilización de este instrumento como medio de financiamiento del gobierno, en sustitución progresiva de otros valores, sobre todo en 1994, año electoral y de cierta recuperación del PIB. En 1994 representaban aproximadamente 60% de la deuda interna gubernamental por valores, y en relación a la deuda externa pública eran equivalentes a 34.2%.

Con ello se creaba el riesgo de una enorme demanda futura de divisas si esos bonos no fueran renovados a su vencimiento, como sucedió en los dos últimos meses de 1994. La única respuesta con que se contaba era la existencia en reservas internacionales que declinaron sensiblemente hacia finales del año, y aún más luego de la inicial intervención en el mercado de cambios para estabilizar el peso a raíz de la devaluación. Con ello se expuso al país a una crisis financiera de perjudiciales efectos en la economía nacional y en el bienestar de la población, luego de años de ajustes y promesas de mejoramiento.

En los días posteriores al retiro de la autoridad monetaria central del mercado cambiario, con la gran inestabilidad del peso y la salida de capitales, había fuerte incertidumbre sobre los alcances de la crisis. Sus efectos empezaban a alcanzar a Brasil y Argentina, quienes sufrían presiones devaluatorias por una fuerte salida de capitales; en realidad, todos los mercados llamados emergentes aparecían con un horizonte de dificultades futuras respecto del flujo de recursos. En México la crisis se enfrentó de manera convencional, centrado en un programa de emergencia económica y en el cumplimiento de los pagos externos. Las autoridades armaron un esquema de respuesta a la crisis constituido por varios instrumentos, los cuales profundizaban la severidad del ajuste y reafirmaban la estrategia económica cuestionada por los acontecimientos. Los instrumentos fueron:

- a) El Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), del 3 de enero de 1995.
- b) La Reforma a la Ley de Ingresos para 1995 y algunas Leyes Financieras, presentado en la Cámara de Diputados el 23 de enero de 1995.
- c) El Plan Financiero, con un Plan de Financiamiento de la Deuda Pública Mexicana, presentado el 21 febrero de 1995.
- d) El Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSSE), de marzo de 1995.

El contenido de cada instrumento, expuesto brevemente, sobre todo en lo pertinente a la deuda externa, era:

a) En el Acuerdo, versión renovada de los programas de ajuste en las condiciones extraordinarias de esos días, las autoridades no reconocen los problemas intrínsecos al modelo y a las políticas económicas aplicadas. La interpretación que se difunde, en éste y en otros documentos y declaraciones, hace descansar gran parte del origen de los problemas en la rebelión campesina e indígena de Chiapas, de enero de 1994, y en los asesinatos de líderes priístas, en marzo y septiembre de ese mismo año; es decir, en los hechos "políticos", "delictivos", "criminales" y de "violencia", como fueron calificados en los diferentes informes oficiales. También menciona como otra causa la reversión del flujo de fondos externos ocasionada por el alza de las tasas de interés en los Estados Unidos.

Se propone lograr un ajuste rápido y ordenado de la cuenta corriente evitando inflación e inestabilidad cambiaria; disminuir en 1.3% del PIB el gasto público acordado originalmente para 1995, mediante la racionalización del gasto corriente; y contener el crédito interno. Se reconoce el cumplimiento del pago de la deuda, "gracias al esfuerzo de todos los mexicanos", y anuncia la constitución de un fondo de estabilización en el marco del Acuerdo Financiero de América del Norte.⁷

b) En la presentación de la Reforma se hace una exposición un poco más amplia de las causas de la crisis, se empieza a dar respuesta a los puntos criticados del programa económico gubernamental, se reconocen algunas de sus insuficiencias y aparecen otras variables explicativas del fenómeno. Así, se indican como principales causas, la disminución del ahorro interno (que disminuyó del nivel histórico de 20% a 15% como proporción del producto), lo cual condujo a un déficit en cuenta corriente, explicado como diferencia

⁷ Cfr. SHCP, *Informe Hacendario*, nº 9, enero-marzo de 1995, pp. 2-7.

entre el ahorro y la inversión; la revaluación de la moneda, derivado del programa antiinflacionario y de estabilización del tipo de cambio, que llevó al incremento de las importaciones y del déficit de la cuenta corriente, compensado por el flujo de inversión extranjera (orientada sobre todo a la inversión en valores), con repercusión en un aumento de las reservas internacionales. Pero las tasa de interés en Estados Unidos y los hechos "criminales" detuvieron dicho flujo.

Para contrarrestar este efecto, se tomó la medida de aumentar la depreciación del peso dentro de la banda, y para evitar la percepción del riesgo devaluatorio de inversiones en valores mexicanos, que propiciaran una fuga de capitales, se emitieron Tesobonos ofreciendo la indexación del rendimiento al dólar. La medida se demostró insuficiente con la correspondiente pérdida progresiva de reservas; pero no se cambió la política cambiaria por creer que los problemas eran transitorios. Corresponsabilizan a las instituciones financieras internacionales al asentar enfáticamente que el sostenimiento de ese esquema de política fue en su oportunidad respaldado por las instituciones financieras internacionales.

El objetivo de la Reforma es sustituir deuda de corto plazo (Tesobonos) por deuda a mayores plazos, sin incremento de la deuda total. Establece como medidas el fortalecimiento del ahorro interno, política monetaria restrictiva, contención de precios y moderación de demandas salariales.⁸

c) El Plan Financiero incluye las negociaciones con los Estados Unidos para obtener apoyos por 20 mil millones de dólares (incluyendo estos recursos y los negociados con el FMI, el BM, el BPI y el BID se aseguraron 50,537.4 millones de dólares). De acuerdo con el Boletín de Prensa que da cuenta de los resultados, el paquete comprende tres tipos de operaciones:

- Intercambio de monedas ("swaps") a plazos menores de un año.
- Intercambio de monedas ("swaps") a mediano plazo (de tres a cinco años).
- Garantías para la emisión de valores en los mercados internacionales, a plazos de cinco a diez años.

⁸ Cfr. Presentación de la Reforma por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, en Informe Hacendario, cit., pp. 8-12. Las otras leyes modificadas el 27 de enero fueron: Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley del Mercado de Valores, cuyo propósito fue ampliar la participación de inversionistas, nacionales y extranjeros, en los grupos financieros, bancos y bolsas.

Los recursos podrán ser desembolsados durante un año ampliable por 6 meses. El costo para los primeros 10 mil millones de dólares será de 2.5 puntos porcentuales arriba del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (equivalente al costo de los bonos externos emitidos por el sector público en 1994), a plazos de 5 a 10 años; y de 3 puntos porcentuales por los siguientes 10 mil millones. Los recursos se destinarán a la recompra de Tesobonos, mediante subastas, en el mercado secundario, y a facilitar a bancos mexicanos la sustitución de pasivos de corto plazo. Para documentar los apoyos se establecieron cuatro contratos:

1) Contrato marco. Constituye el marco de referencia que contiene las normas que regulan los apoyos otorgados, sus requisitos y destino.

2) Contrato de intercambio de divisas a mediano plazo. Establece los términos para las operaciones de intercambio de divisas, a cinco años. México compraría dólares depositando su contravalor en pesos en una cuenta que el Banco de México llevaría al Departamento del Tesoro. También se indican las tasas de interés que Estados Unidos cobraría.

3) Contrato de garantías. Prevé los términos en los cuales Estados Unidos garantizará valores emitidos por el gobierno mexicano. Cubrirán capital e intereses, con un plazo de hasta 10 años. Las comisiones aumentarán en función de la suma de los apoyos otorgados.

4) Contrato relativo a los recursos provenientes de las exportaciones de petróleo. Prevé el mecanismo de pago contingente explicado: los clientes de Pemex depositarán los pagos en sus cuentas que tiene en un banco en Estados Unidos, quien los transferirá a la cuenta del Banco de México en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. En caso de incumplimiento de pagos de México por los apoyos recibidos, Estados Unidos tendrá derecho a disponer de los recursos de esa cuenta hasta por el monto equivalente a los pagos no cancelados.

A cambio de los préstamos, México se compromete con el Gobierno de Estados Unidos a cumplir con todos los puntos del programa económico constituido en el marco del acuerdo contingente firmado con el FMI, cuyos elementos principales son:

-Ratificar una política monetaria antiinflacionaria, de fortalecimiento del peso y promoción de entradas voluntarias de capital.

-Mantener un límite a la expansión anual de su crédito interno neto de 10 mil millones de pesos en 1995 y restringir la tasa de crecimiento de la base monetaria a niveles inferiores a los de la inflación.

-Mantener altas las tasas reales de corto plazo, pero procurar la estabilización de las condiciones financieras y el retorno de la confianza para que las tasas bajen en el transcurso del año.

-Mantener el régimen de tipo flotante, pero dado que el peso se ha subvaluado, se comprometen a seguir una política crediticia y de tasas de interés que busque apreciar el tipo de cambio, e inclusive, utilizar si es necesario los recursos obtenidos para evitar fluctuaciones.

-Ajustar la política crediticia y de tasas de interés con prontitud para recuperar las reservas internacionales utilizadas en intervenciones en el mercado cambiario.

-Desarrollar mercados cambiarios de futuros.

-Atender los problemas de liquidez del sistema bancario utilizando los recursos obtenidos, pero sin relajar el programa de crédito. Así, resolverán problemas de insolvencia en forma oportuna y firme.

-Proteger a los depositantes y, de ser necesario, adoptar medidas fiscales para enfrentar los costos asociados.

-Lograr un superávit en las finanzas públicas de 0.5% del PIB en 1995.

-Acelerar las reformas estructurales en los sectores de transporte, telecomunicaciones y bancario.

-Obtener de 12 a 14 mil millones de dólares por privatizaciones y concesiones en los próximos tres años.

-Mejorar la oportunidad y transparencia de las estadísticas financieras.⁹

d) El PARAUSSSE fue un paquete de medidas sobre varios aspectos de política económica, un programa de reajuste de las metas y medidas contempladas en el Acuerdo de Unidad, que profundiza su contenido y las consecuencias :

-Política fiscal: su objetivo es aumentar el ahorro público mediante aumento del IVA de 10 a 15%; contracción adicional del gasto público de 0.32% del PIB o 4.7% en términos reales respecto de la reducción operada en el AUSSE, para que la disminución del gasto programable alcance 9.8% en términos reales en relación a 1994 o 1.6% del PIB respecto del presupuesto original para 1995; incremento de precios de gasolina, diesel, gas y tarifas eléctricas, con ajustes mensuales; el superávit fiscal primario aumentará de 2.3 en 1994 a 4.4 en 1995.

-Política monetaria y cambiaria: su propósito es estabilizar los mercados financieros, por lo cual la política monetaria será aún más restrictiva

⁹ Cfr. Presentación del Secretario de Hacienda y Crédito Público, Boletín de Prensa y Plan de Financiamiento de la Deuda Pública Mexicana, en *Informe Hacendario*, cit., pp. 12-25.

convirtiéndose en el ancla nominal de la economía; la expansión del crédito se limitará a 10 mil millones de pesos, sin incluir las amortizaciones de Tesobonos; se establecerá un nuevo sistema de encaje para regular la liquidez bancaria limitando su capacidad de sobregiro; continuará la flotación del tipo de cambio y se abrirá un mercado de futuros de divisas en bancos, casas de bolsa y futuros de pesos en el extranjero; además, se constituyó un Fondo de Estabilización de la Paridad.

-Política bancaria: se autorizarán 3 mil millones de dólares provenientes del BID y del BM para fortalecer el sector bancario mexicano; el Fondo Bancario de Protección al Ahorro suministrará temporalmente capital, de acuerdo al Programa de Capitalización Temporal (Procapte), a bancos con necesidades en el corto plazo; se establecerá un programa de reestructuración de créditos para empresas viables; se ratifican otras medidas anunciadas antes como el aumento de la participación extranjera y el aumento de las reservas preventivas.

-Política salarial y social: se dará un incremento de 10% a los salarios mínimos generales y profesionales; se ampliará la bonificación fiscal (3% descendente) para trabajadores con ingresos entre 2 y 4 salarios mínimos; se ampliará la cobertura del IMSS, de 2 a 6 meses, para trabajadores que pierdan su empleo.

-Política de deuda pública: el gobierno se concentrará en refinanciarla, particularmente los Tesobonos, utilizando los recursos obtenidos y mediante las operaciones antes señaladas; se buscará así cambiar el perfil de vencimiento de la deuda, sin que su monto total se incremente, para que disminuyan las presiones sobre los mercados financieros y se cumplan los compromisos de pago con el exterior; el techo de endeudamiento externo neto autorizado para 1995 es de 5 mil millones de dólares; el endeudamiento vía Tesobonos, autorizado por el Congreso, no deberá exceder al 15% de la deuda pública total o el equivalente de 26 mil 500 millones de dólares.

La política anterior ocasionará una inflación esperada de 42% anual y una disminución del producto en 2%. Se dará información semanal sobre el estado de las reservas y mensual sobre el ejercicio presupuestal, y se nombrará un vocero oficial.¹⁰

¹⁰ Cfr. Presentación por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, Boletín de Prensa y Documento Técnico, en *Informe Hacendario*, cit., pp. 23-25.

Algunas de las metas propuestas en esos programas se resumen en el cuadro comparativo:

METAS MACROECONÓMICAS 1995			
	1994	AUSEE original	AUSEE reforzado
Variación real del PIB	3.5	1.5	-2.0
Inflación (dic-dic)	7.1	19.0	42.0
Tipo de cambio (nominal)	3.3	4.5	6.0
Balance público económico	-0.32	0.60	0.48
Balance público primario	2.32	3.43	4.41
Cetes a 28 días (promedio %)	14.2	24.0	40.3
Cuenta corriente (md)	-29,405.3	-14,098.0	-2,376.1
Cuenta corriente (% del PIB)	-7.9	-4.2	-0.9

FUENTE: Elaboración con datos de la SHCP, en *Informe Hacendario*, cit., p. 35.

Se aprecia, a partir de los documentos citados, la estrecha correspondencia de los programas económicos del gobierno de México con el programa comprometido con las instituciones financieras y el gobierno estadounidense; hasta en la mayor información prometida, más que responder a una política democrática de construcción de consensos, obedecía al requerimiento estipulado en los acuerdos firmados.

Posteriormente se dieron a conocer otros marcos de actuación e instrumentos con los cuales el régimen enfrentaba la crisis, pero eran reiterativos y poco aportaban al diagnóstico hecho y a la estrategia diseñada. En lo relativo al problema del endeudamiento sólo hay que destacar:

a) Plan Nacional de Desarrollo: según el Plan, para alcanzar el crecimiento sostenido indispensable se requiere inversión, ésta a su vez se finca en el ahorro interno, el cual es complementario al ahorro externo, más no lo sustituye. Señala que los recursos del exterior deben orientarse preferentemente a la inversión productiva. Por su parte, la política cambiaria deberá evitar una sobrevaluación del tipo de cambio que inhiba el ahorro interno.¹¹

b) Alianza para la Recuperación Económica: acordado en octubre de 1995 pero con vigencia hasta el 31 de diciembre de 1996, establece una meta de crecimiento para 1996 de 3% e inflación de 20%. Anuncia nuevos aumentos a precios y tarifas y mayor austeridad en el gasto corriente del sector público.¹²

¹¹ Cfr. SHCP, *Informe Hacendario*, n° 10, pp. 38-40.

¹² *Ibid.*, pp. 38-46.

c) Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca (ADE): busca apuntalar a las finanzas bancarias reduciendo la cartera vencida y disminuyendo también, por esta vía, el factor riesgo presentado por el sistema bancario.¹³

d) Lineamientos de Política Económica para 1996, presentados en los Criterios Generales de Política Económica para 1996: como política de deuda pública intenta disminuir el costo de financiamiento del sector público, extender la estructura de vencimientos de la deuda pública, acceder a los mercados internacionales de capital y obtener un calendario de amortizaciones lo más uniforme posible.¹⁴

La evolución de la economía durante el año estuvo marcada por la estrategia económica contenida en las políticas y programas mencionados. A pesar de que en el segundo semestre de 1995 comenzó a recuperarse la economía, debido a una mayor flexibilidad de la política fiscal permitida por el incremento del precio del petróleo, se produjo una profunda recesión en la economía, como era de esperarse, con un resultado en el PIB de -6.9%, el más bajo en 60 años. El desempleo alcanzó 7.6% en agosto y 5.2% en diciembre, y la inflación llegó a 51.97%. La inestabilidad cambiaria continuó cuando el peso sufrió otro proceso devaluatorio en noviembre de 1995 (se llegó a más de 8 pesos por dólar). Con estos resultados, el régimen pareció políticamente más débil, afectando la percepción del país por los propios inversionistas extranjeros.

El equilibrio de las finanzas públicas fue un factor insuficiente para componer el panorama económico. El elemento más positivo fue la reducción sustancial del déficit de la cuenta corriente (a -654 millones de dólares) y el superávit de la balanza comercial (7,089 millones de dólares), con un incremento de las exportaciones totales de mercancías de 30.6%, donde las exportaciones no petroleras tuvieron un aumento de 33.1% y las exportaciones manufactureras se elevaron 32.1%, mientras que las importaciones se contrajeron 8.7%. Las exportaciones manufactureras representaron la mayor proporción de la exportaciones (83.6%). En virtud de que los desequilibrios en este sector fueron una causa fundamental para la crisis, estos resultados fueron significativos, hasta el punto de haber sido repetidamente enarbolados desde las esferas gubernamentales para recomponer las bondades del modelo.

¹³ Ibid., pp. 49-50.

¹⁴ Ibid., p. 53-56.

Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones no petroleras, revela, cuando es sometido a un análisis cuidadoso, que gran parte de su éxito corresponde al dinamismo de la industria maquiladora de exportación (su incremento fue de 18.4% y representaron 29.9% de las exportaciones manufactureras). Además, el grado de integración nacional (GIN) de las exportaciones manufactureras no maquiladoras se redujo en forma consistente (de 91.4 en 1983 a 39.0% en 1994).¹⁵ Y por otro lado, la corrección de la cuenta corriente y de la balanza comercial se hizo por la aguda contracción de la demanda agregada, la cual, a precios constantes, se redujo 10.2%, con su impacto en el gasto en consumo e inversión. La absorción cayó 15.9%.

Así disminuyeron: la producción agrícola e industrial (8.4%), la producción de manufacturas destinada al mercado interno, la inversión fija bruta (30.9%), la remuneración media por trabajador (12.5%), y la productividad media (de 9.3 a 1.6). En el sector público, se contrajeron: el gasto primario (15.6%), el gasto programable (14.8%), el gasto por servicios personales (12.6%) y el gasto en inversión física presupuestal (18.5%). Por ello, el balance público registró 0.05 % del PIB, a pesar que por la contracción de la actividad económica los ingresos presupuestales bajaron 3.8% en términos reales, y los ingresos del Gobierno Federal descendieron 13.4%.

Aumentó la depreciación del peso (49.3%, respecto al cierre de 1994) al llegar a 7.69 pesos por dólar (pero en los primeros días de noviembre rebasó

¹⁵ El grado de integración nacional es la diferencia entre el valor bruto de las exportaciones y el valor de los insumos importados incorporados en las mismas. Véase al respecto la importante contribución del breve artículo de Héctor Vázquez Tercero, "Medición del flujo de efectivo de divisas de la balanza comercial de México", en *Comercio Exterior*, BANCOMEXT, n° 8, agosto de 1995. El autor demuestra, a partir de cifras oficiales y de estimaciones propias, que las exportaciones, analizadas en su valor neto (excluyendo el contenido importado de las exportaciones manufactureras) o valor agregado nacional, presentan un estancamiento ("que sería decremento si se ajustaran a precios constantes del dólar") y un aumento de las importaciones. "Si a las primeras se descontara la contribución de la industria maquiladora se tendría un franco deterioro de las ventas externas". Esto dista de los resultados oficiales que mostraban, calculadas a valor bruto, un dinámico crecimiento de las exportaciones, y fue ocasionado principalmente porque a menor grado de integración nacional de dichas exportaciones, mayor importación de insumos.

los 8 pesos por dólar), mientras la tasa de CETES en noviembre fue de 59.99 y cerró en 46.81.¹⁶

En lo relativo a la deuda pública, su comportamiento estuvo determinado por el uso de los recursos del paquete financiero:

COMPOSICIÓN DEL PAQUETE FINANCIERO
(Millones de dólares)

<i>Origen de los recursos</i>	<i>Recursos disponibles</i>	<i>Disposiciones del Gobierno Federal</i>	<i>Disposiciones del Banco de México</i>
Fondo de Estabilización	20,000.0	10,500.0	2,000.0
Fondo Monetario Internacional	17,750.0	0.0	13,024.1
Banco Internacional de Pagos	10,000.0	0.0	0.0
Banco Mundial y BID	2,784.4	1,279.9 ¹	0.0
Total	50,537.4	11,772.9	15,024.1

¹No incluye 1,426.9 millones de dólares de desembolsos ordinarios durante 1995.

FUENTE: SHCP y Banco de México, en SHCP, *Informe Hacendario*, n° 13, enero-marzo de 1996.

El 66.1% de los recursos se utilizaron en el primer semestre del año, y la mayor parte se destinó a la amortización de Tesobonos no renovados. La amortización y el saldo de éstos en 1995 fue la siguiente:

AMORTIZACIÓN Y SALDO DE TESOBONOS: 1995
(Millones de dólares)

	1994	1995	%
Saldo	29,206.1	-----	100.0
Amortización (Tesobonos de financiamiento público)		18,209.4	
Amortización (Tesobonos de regulación monetaria)		10,739.1	
Total amortizado	-----	28,948.5	91.1
Saldo	29,206.1	257.6	0.9

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de SHCP, en *Informe Hacendario*, n° 13, enero-marzo de 1996.

¹⁶ Las cifras mencionadas se transcribieron de: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, "Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública", correspondientes al cuarto trimestre de 1995, presentados al Congreso de la Unión, en SHCP, *Informe Hacendario*, n° 13, enero-marzo de 1996, pp. 2-43; y de Banco de México, *Informe Anual 1995*.

Con estas operaciones (disposiciones y amortizaciones) el endeudamiento externo reveló su nivel real, y se pudo entonces constatar que la deuda pública externa, durante los años posteriores a la última renegociación, antes que disminuir, sufrió un importante incremento: considerando solamente la deuda externa declarada, ésta aumentó 18.1% de 1994 a 1995, mientras que el endeudamiento externo neto fue de 14,445.5 millones de dólares. El monto llegó a 100,933.7 y el Gobierno Federal fue el usuario principal, con 34.6% de incremento; en cambio, la banca de desarrollo disminuyó su participación en el endeudamiento. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de bonos públicos, con 41% de incremento.

La deuda interna disminuyó 20.8% en términos nominales (47.9% en términos reales) por la amortización de Tesobonos.

El servicio de la deuda externa fue por un monto de 31,657.2 millones de dólares (25,325.3 millones por amortizaciones más 6,331.9 millones por intereses). El peso de la deuda externa en la economía, al igual que sus números absolutos, aumentó. La proporción del servicio en relación a los ingresos por concepto de exportaciones disminuyó respecto a 1994, sobre todo el pago de intereses, que sólo representó 7.9%. Pero el servicio en relación al ingreso de divisas por inversión extranjera directa aumentó, dada la caída que tanto ésta como la inversión en cartera tuvieron en el año (6,964 millones de dólares en 1995 frente a 10,972 millones de inversión extranjera directa en 1994; y -10,138 millones en 1995 frente a 8,182 millones de inversión extranjera en cartera en 1994).¹⁷

Las cifras hasta aquí citadas y las relaciones cuantitativas presentadas muestran que México continuó siendo un país endeudado, en condiciones económicas de mayor fragilidad e incertidumbre. Sin embargo, desde el gobierno, y para amortiguar los efectos de la crisis en la conciencia de la población, se difundió con profusión la especie de que el nuevo endeudamiento era simple sustitución de deuda interna por deuda externa, pero resultaba evidente que ambas tenían diversas características y, por lo mismo, imponían diferentes exigencias al funcionamiento de la economía. El aumento de la deuda externa representaba no sólo una mayor presión sobre las disponibilidades futuras de divisas sino también el condicionamiento inmediato de políticas públicas. Cuando a un país un gobierno extranjero le lleva la contabilidad macroeconómica, su independencia económica y política se reduce.

¹⁷ Banco de México, *Informe Anual 1995*; p. 42.

Esta última crisis de la deuda, crisis netamente surgida en el marco de la economía internacional de endeudamiento, y como efecto de las políticas económicas liberalizadoras internas y globalizadoras en lo externo, tuvo el resultado benéfico de mostrar la verdadera dimensión de la deuda externa, lejos de la solución definitiva antes proclamada, y de hacer ver la debilidad de un modelo fundado en la ideología económica de las libres fuerzas del mercado, en el contexto de la fragilidad actual de los mercados financieros.

CONCLUSIONES.

En el desarrollo del trabajo hemos tratado de explicar los siguientes aspectos críticos:

1. En las economías capitalistas nacionales, la intervención gubernamental ha cumplido una función anticíclica indispensable para evitar o aminorar las situaciones que preceden a una crisis (contracción, quiebras, deflación por deuda) y las crisis mismas. Estas se encuentran asociadas a procesos endógenos que conducen a unidades económicas altamente endeudadas, financieramente desprotegidas y sujetas a esquemas de financiamiento Ponzi, lo que genera economías de gran fragilidad financiera. Una forma clásica de intervención para controlar los peligros de crisis financieras es la del banco central, instancia responsable de la calidad, volumen y precio de la moneda, el cual ha actuado históricamente como un prestamista de última instancia para apoyar al sistema bancario y financiero.
2. El sistema financiero internacional arrastra las consecuencias de la falta de una institución que actúe como prestamista internacional, de última instancia -como un banco central- que regule el curso de la moneda internacional, el flujo de capitales y apoye a los países en sus problemas de financiamiento y de estabilización de la balanza de pagos. El proyecto de tal institución se frustró en la Conferencia de Bretton Woods, entonces la estructura del sistema monetario internacional se fundó asimétricamente. Con ello, se canceló también la posibilidad de que los países pudieran recibir ayuda financiera sin afectar la aplicación de políticas de pleno empleo o de desarrollo. Las actuales instituciones financieras internacionales cubren deficientemente esa función, con recursos limitados y muy condicionados a la aplicación de programas de estabilización, cuyos parámetros se determinan en esos organismos.
3. El régimen de tipos de cambio flotantes y la irrupción de los flujos masivos de capitales condujeron a los mercados financieros internacionales y locales a una gran fragilidad y a la debilidad soberana de los países. La creación incontrolada de medios de pago internacionales, y los cambios tecnológicos en la administración de los recursos financieros, facilitaron la concentración de la capacidad de decisión en los grandes inversionistas y fondos financieros internacionales, quienes movilizan rápidamente sus capitales de país en país por ganancias especulativas. Lo anterior crea una gran fragilidad financiera externa y expone a las economías a crisis, las

cuales suceden cada vez más frecuentemente y de manera más extensa, que amenazan con convertirse en una crisis financiera global.

4. Por lo anterior, y en condiciones de baja competitividad y mercados comerciales desfavorables, que derivaron en déficit persistentes en las cuentas externas, se formaron economías de endeudamiento internacional, las cuales se incorporaron a una dinámica de contratación de deuda externa y reestructuraciones para caer al final, como las empresas, en un esquema de financiamiento Ponzi. Ese endeudamiento fue primero resultado de préstamos contraídos por países en desarrollo, pero después de la liberalización financiera el endeudamiento predominante ha sido resultado del flujo de capitales. Este último tipo de deuda no sólo tiene la capacidad de provocar choque externos (corridas contra las monedas y hasta crisis financieras), sino que el entrelazamiento de ambos tipos de endeudamiento ha llevado a una mayor fragilidad a los países subdesarrollados y semiindustrializados: sus economías altamente endeudadas por préstamos pueden quedarse sin la capacidad de cubrir sus compromisos de pagos por la salida progresiva o repentina de capitales. La existencia de ambas formas de endeudamiento, característicos de diferentes períodos pero empalmados en el presente, condujeron a grupos de países endeudados a la adopción de políticas económicas subordinadas, centradas en programas restrictivos para asegurar el servicio de la deuda y fundadas en el modelo económico neoclásico.
5. A partir de dicho modelo se han diseñado programas de estabilización estereotipados y uniformes para todos los países con problemas de balanza de pagos y en el sector financiero. La base teórica de esos programas es la teoría cuantitativa del dinero, que establece la demanda de dinero como resultado del nivel de precios, el producto agregado y la velocidad de circulación. Se parte del supuesto de que la velocidad de circulación es aproximadamente constante o predecible, y que el producto agregado está exógenamente dado desde el lado de la oferta. Así, los cambios en la cantidad de dinero afectan correspondientemente el nivel de precios. Por consiguiente, la limitación de la cantidad de dinero, a través de la restricción del crédito, se convierte en el aspecto medular de los citados programas de estabilización, hasta el punto que la eliminación y control de la inflación llega a ser su meta principal. Adicionalmente, se acompañan de las siguientes medidas: altas tasas de interés, que fortalece la restricción de la masa monetaria al disminuir la demanda de préstamos bancarios y estimula el ahorro privado; reducción del déficit

gubernamental, mediante la cancelación de subsidios e incremento de precios y tarifas de bienes y servicios públicos; devaluación de la moneda para aumentar exportaciones, bajar importaciones y mejorar de este modo la balanza comercial; liberalización comercial con reducción de tarifas para eliminar el proteccionismo y sus limitantes cuotas, con el objetivo de que la competencia se defina en los precios. También, en muchos de esos programas se establecen dos anclas para prevenir un proceso inflacionario: el control de salarios nominales, cuyos incrementos sólo compensan parcialmente la inflación, para reducir los costos laborales en la producción; y la estabilidad temporal del tipo de cambio, para eliminar las expectativas inflacionarias y mantener controlados los precios de los insumos importados. Ambos elementos establecen un control de la inflación por costos. El conjunto de medidas se basan mayormente en la disminución de la demanda.¹ Hasta el presente, la liberalización (financiera, comercial e institucional) contenida en los mencionados programas, y derivados muchas veces de la previa intervención de las instituciones internacionales, han llevado a experiencias económicas y sociales críticas: reducción del producto y del empleo, debilidad monetaria, aumento de la fragilidad, mayor desigualdad en la distribución del ingreso y disminución del bienestar social.

6. México ha representado un claro ejemplo de una economía de endeudamiento internacional, donde la restricción externa al crecimiento se resolvió temporalmente con deuda; pero las economías que crecen apoyadas en altos niveles de endeudamiento se hacen más frágiles, en el sentido de que cualquier choque externo tiende a provocarles crisis. Además, su captación de recursos no fue orientada por una política que los aprovechara en la ampliación de las capacidades productivas y de exportación, y con ello obtener las divisas necesarias para el pago de los préstamos. La transformación institucional llevada a cabo después alejó aún más la posibilidad de ejercer un control y aprovechamiento productivo del ahorro externo, en cuanto ofreció un marco desregulado muy propicio para los capitales volátiles, con lo cual se obtuvo fragilidad financiera externa.
7. El endeudamiento y los programas económicos derivados de la deuda han provocado en México la aparición de crisis recurrentes. Aquí se presentó tanto la crisis clásica de la deuda en 1982 como la nueva

¹ Cfr. Kazimierz Laski, "An alternative Economic Policy for Central and Eastern Europe", p. 92.

crisis de endeudamiento en 1994-95; ambas con importantes efectos internacionales y pioneras de crisis consecutivas en otros países y regiones. Igualmente, ambas fueron resueltas temporalmente gracias a los paquetes de ayuda financiera, es decir, con adquisición de deuda. Así, la deuda acumulada hasta 1982 aumentó en los siguientes años, pese a las múltiples reestructuraciones y enajenación de activos. Por su parte, la crisis de 94-95 se debió al conjunto de políticas que llevaron a la economía nacional a una situación de fragilidad financiera externa. El proceso consistió en que la apertura comercial y una baja depreciación del peso hizo perder competitividad interna e internacional, lo cual generó déficit en cuenta corriente; este déficit redujo el ahorro privado, por lo que la inversión excedió el ahorro; se crearon entonces presiones inflacionarias que se contrarrestaron con dos anclas: salarios mínimos y tipo de cambio; esto sobrevaluó más al peso. En estas condiciones, la sobrevaluación del peso era resultado de los objetivos y medidas de esas políticas, por lo cual, contra el dicho común, la falta de devaluación oportuna, o su devaluación extemporánea, no fue la causa de la crisis, como tampoco lo fue la supuesta falta de inversión. El hecho era que dichas políticas no contaban con instrumentos, excepto las políticas restrictivas, para enfrentar una posible crisis. Una simple devaluación no eliminaría la fragilidad financiera ni los efectos de la devaluación serían necesariamente favorables, por el probable impacto contraccionista de la misma, sobre todo con los antecedentes de las experiencias de México. Lo verdadero es que esa crisis representó una crisis del modelo económico gubernamental.

8. A la crisis se respondió con una política económica convencional, basada en programas de choque y en la cobertura de los compromisos de pagos de la deuda externa. Lo anterior tuvo efectos negativos en el crecimiento del producto y del empleo; gran parte del costo recayó en los salarios reales. Las autoridades gubernamentales, reconociendo algunos errores de aplicación, reafirmaron la continuidad de sus políticas e instrumentos. Una política fundamental dentro de ese esquema era la política monetaria, pero como se escribió en su momento, componer los desequilibrios basándose únicamente en ella, o componer el desequilibrio comercial a través de la contracción excesiva, es insostenible. Se requiere más que una política monetaria: "una política industrial que guíe el mercado... y una política de capitales...la estrategia anticrisis debe tener un carácter integral y

global".² Se requería, podemos resumir, un conjunto de políticas alternativas, al igual que hoy.

9. Lo anterior implicaba otro modelo económico gubernamental. El fundamento teórico de esa política macroeconómica alternativa habría sido el principio de la demanda efectiva. Esta teoría, como se mencionó en el apartado correspondiente, presenta el equilibrio entre la demanda agregada y la oferta agregada en términos de igualdad entre la inversión privada y el ahorro privado. Esta igualdad en una economía determinada por la demanda es decisiva: dado que los gastos determinan el ingreso y el producto, esa igualdad inversión-ahorro indica que, en cada período, lo que se ahorra está determinado por la inversión. Determinado así, este ahorro a su vez determina el producto final, y se mide como la participación del ahorro en el PIB. Esto se expresa a través de la relación: $PIB = (1/s) I$, donde s es el coeficiente de ahorro, I se define como la suma de la inversión privada más el déficit fiscal más las exportaciones netas; $(1/s)$ es el multiplicador.³ Esta perspectiva aporta una visión crítica de las políticas seguidas, y desde ella era posible diseñar programas que promovieran lo que debe ser el objetivo de una política económica nacional: crecimiento, empleo y bienestar social.

A pesar de los programas aplicados, el riesgo de crisis de endeudamiento continuó, a nivel nacional e internacional. Es cierto que la economía se recuperó posteriormente (en 1996, y con un gran repunte en 1997), y que se hicieron pagos para disminuir la deuda externa o mejorar sus condiciones (pago del paquete de estabilización financiera y de los bonos Morgan, así como emisión del bono global para sustituir los bonos Brady y liberar los colaterales con los cuales se pudo amortizar deuda), pero, por un lado, la reanimación económica se hizo basada en la mejoría del precio del petróleo, sin cambiar las medidas restrictivas que afectaban la demanda y la oferta, por lo que la recuperación y los pronósticos sobre el futuro de la economía seguían inciertos; y por el otro, la reducción conseguida de la deuda era poco significativa, sin que disminuyera la fragilidad financiera externa. Los acontecimientos de 1998 así lo han confirmado.

Después de la crisis se multiplicaron las declaraciones llamando a una reforma del sistema financiero internacional, para estructurarlo sobre bases

²Cfr. I. Perrotini, "Estabilidad macroeconómica e inestabilidad monetaria: Parturiant montes, nascetur ridiculus mus", en *Investigación económica*, n° 212, abril-junio de 1995; p. 102.

³ K. Laski, cit., p. 94.

que enfrenten más eficazmente las necesidades de financiamiento urgente y los movimientos especulativos. Se mencionaron propuestas como impuestos al flujo de capitales o fondos especiales de las instituciones financieras. Con la explosión de la crisis asiática, donde esas instituciones y las políticas de liberalización han resultado otra vez seriamente cuestionadas, las declaraciones se redoblaron pero no los hechos definitivos. Sólo recientemente se aprobó el incremento de los recursos del FMI, con la finalidad de asistir financieramente a los países amenazados por la crisis. En cuanto a la deuda, también se aprobó un programa de condonación para un conjunto de países pobres.

Lo que dejó como enseñanza la crisis mexicana es que la combinación de gran endeudamiento, déficit externo, desregulación institucional y capitales móviles forman un cuadro de fragilidad financiera que estalla en crisis ante cualquier acontecimiento interno o choque externo, y que los programas restrictivos no contribuyen a resolver. De hecho, el que esta fragilidad se convierta en crisis depende principalmente del monto del endeudamiento y de la cobertura institucional existente. Se sabe que el ahorro externo permite elevar el crecimiento de las economías, por lo cual el endeudamiento en sí mismo no constituye el problema; éste surge cuando el acceso a los recursos externos se da en un marco institucional desregulado que deja al sistema financiero nacional desprotegido. Ahí donde existe una alta tasa de endeudamiento pero también una desregulación con protecciones, que permite la intervención efectiva del gobierno y del banco central para orientar la inversión, la tasas de interés y el crédito, la deuda externa no crea necesariamente problemas de crisis.

Pero hoy en México, la deuda, la fragilidad financiera y la incertidumbre continúan.

ANEXO ESTADÍSTICO

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1965-1970 (Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1965	1966	1967	1968	1969	1970
CRECIMIENTO DE LA DEUDA (%)						
Corto plazo	----	22.2	39.2	10.0	25.0	16.2
Largo plazo	----	6.8	15.0	14.1	17.4	11.8
Deuda total	----	9.5	19.7	13.2	19.0	12.8
Promedio Anual 1965-70						14.8
Acumulado 1965-70						199.0
ESTRUCTURA PORCENTUAL						
Deuda corto plazo (%)	17.2	19.3	22.4	21.8	22.8	23.5
Deuda largo plazo (%)	82.8	80.7	77.6	78.2	77.2	76.5
ENDEUDAMIENTO NETO						
End neto/disposiciones (%)	0.2	21.3	38.7	30.0	49.6	31.7
Endeudamiento neto/PIB	0.0	0.5	1.1	0.8	1.6	0.7
Endeudamiento neto/IED	0.0	1.4	4.2	2.3	2.6	1.4
RELACIONES MACROECONOMICAS						
Deuda/exportaciones	1.9	2.0	2.5	2.7	2.8	3.3
Deuda/inv ext directa	14.0	25.8	39.8	29.5	18.9	23.1
Deuda/PIB (%)	10.0	9.8	10.8	11.0	11.9	12.0
Deuda/ingr púb totales	0.41	0.42	0.42	0.46	0.44	0.49
SERVICIO DE LA DEUDA						
Monto (mdd)	462.9	597.1	615.9	771.6	745.9	855.9
Servicio/PIB (%)	2.1	2.5	2.4	2.7	2.3	2.4
Servicio/exportaciones (%)	42.0	51.0	55.8	66.2	55.6	66.4
Intereses/servicio (%)	20.1	21.0	24.0	25.8	29.6	33.9
Intereses/exportaciones (%)	0.8	10.7	13.4	17.1	16.5	22.5
Intereses/PIB (%)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
SERVICIO RESPECTO AL FLUJO DE DIVISAS						
Flujo de divisas (mdd) ¹	1,253.9	1,260.6	1,173.3	1,231.2	1,541.2	1,474.2
Servicio/flujo de divisas (%)	36.9	47.4	52.5	62.7	48.4	58.1
TRANSFERENCIA DE RECURSOS DEL EXTERIOR						
Monto (mdd) ²	-314.7	-306.5	-386.6	-495.0	-378.7	-770.9
Transferencia/PIB	-1.5	-1.3	-1.5	-1.7	-1.2	2.2
REQUERIMIENTOS MÍNIMOS DE DIVISAS						
Monto (mdd) ³	812.7	949.3	1,070.8	1,347.7	1,233.2	1,753.5
FUGA DE CAPITALES						
Monto ⁴	79.7	-43.1	-4.4	310.6	90.7	396.1
Fuga de capitales / endeudamiento neto total (%)	23.2	8.2	0.7	60.4	13.6	46.7

¹Flujo de divisas = Exportaciones + inversión extranjera directa (IED). El dato de la IED corresponde a la balanza de pagos.

²Transferencia de recursos del exterior = Cuenta corriente - intereses netos.

³Requerimientos mínimos de divisas = Déficit corriente ajustado (descontando intereses del sector público) + servicio de la deuda.

⁴El dato corresponde a la cuenta de Errores y Omisiones de la balanza de pagos. Este es

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1965-1970

(Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1965	1966	1967	1968	1969	1970
-----------	------	------	------	------	------	------

un indicador aproximado, pero dada la dificultad para estimar la fuga de capitales y su carácter impreciso, se utiliza esa información. Por consiguiente resulta de: Endeudamiento neto total (se refiere a la cuenta neta de capital) más la cuenta corriente más la variación de reservas (sumada con el signo contrario). El signo negativo significa repatriación de capitales.

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de la balanza de pagos, en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, pp. 402, 736, 800, 884-887.

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1970-1976

(Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
-----------	------	------	------	------	------	------	------

CRECIMIENTO DE LA DEUDA (%)

Corto plazo	16.2	-1.1	-25.1	80.3	49.0	42.3	29.6
Largo plazo	11.8	9.0	21.6	32.6	39.2	45.5	37.1
Deuda total	12.8	6.6	11.4	39.6	41.1	44.9	35.6
Promedio Anual 1970-76							29.0
Acumulado 1970-76							359.8

ESTRUCTURA PORCENTUAL

Deuda corto plazo (%)	23.5	21.8	14.7	18.9	20.0	19.6	18.8
Deuda largo plazo (%)	76.5	78.2	85.3	81.1	80.0	80.4	81.2

ENDEUDAMIENTO NETO

End neto/disposiciones (%)	31.7	35.6	40.9	57.5	75.1	80.7	78.6
Endeudamiento neto/PIB (%)	0.7	0.7	0.9	2.2	2.9	4.0	6.2
Endeudamiento neto/IED	1.4	1.6	2.7	5.5	7.1	17.5	20.1

RELACIONES

MACROECONOMICAS

Deuda/exportaciones	3.3	3.3	3.0	3.4	3.5	4.7	5.3
Deuda/inv ext directa	23.1	26.3	32.4	31.9	34.3	70.8	92.5
Deuda/PIB (%)	12.0	11.6	11.2	12.8	13.8	16.4	28.5
Deuda/ingr púb totales	0.49	0.47	0.42	0.43	0.44	0.45	0.58

SERVICIO DE LA DEUDA

Monto (mdd)	855.9	817.3	922.8	1,338.6	1,395.1	1,886.6	2,474.9
Servicio/PIB (%)	2.4	2.1	2.0	2.4	2.0	2.1	3.6
Servicio/exportaciones (%)	66.4	59.8	53.4	64.6	48.9	61.6	67.7
Intereses/servicio (%)	33.9	37.5	34.9	33.0	50.7	54.7	53.3
Intereses/exportaciones (%)	22.5	22.4	19.3	21.3	24.8	33.7	36.1
Intereses/PIB (%)	0.8	0.8	0.7	0.8	1.0	1.2	1.9

SERVICIO RESPECTO AL FLUJO DE DIVISAS

Flujo de divisas (mdd) ¹	1,474.2	1,538.6	1,822.5	2,293.4	3,144.1	3,266.5	3,867.3
Servicio/flujo de divisas (%)	58.1	53.1	50.6	58.4	44.4	57.7	64.0

TRANSFERENCIA DE RECURSOS DEL EXTERIOR

Monto (mdd) ²	-770.9	-486.4	-524.2	-881.1	-2252.7	-3006.0	-1959.5
Transferencia/PIB (%)	2.2	1.2	1.2	1.6	3.1	3.4	2.8

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1970-1976

(Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
REQUERIMIENTOS MÍNIMOS							
DE DIVISAS							
Monto (mdd) ¹	1,753.5	1,440.0	1,607.1	2,425.3	3,914.0	5,297.7	4,839.5
FUGA DE CAPITALES							
Monto ²	396.1	-233.2	-837.9	483.5	227.5	851.2	2,390.7
Fuga de capitales / endeudamiento neto total (%)	46.7	-----	-----	23.6	6.0	15.6	47.1

¹Flujo de divisas = Exportaciones + inversión extranjera directa (IED). Los datos de IED corresponden a la balanza de pagos.

²Transferencia de recursos del exterior = Cuenta corriente - intereses netos.

³Requerimientos mínimos de divisas = Déficit corriente ajustado (descontando intereses del sector público) + servicio de la deuda.

⁴Corresponde a la cuenta de Errores y Omisiones de la balanza de pagos. Ver nota similar en el cuadro anterior. El signo negativo significa repatriación de capitales.

La conversión del PIB de pesos corrientes a dólares se calculó con la paridad de \$12.50 de 1970 a 1975, y de \$19.95 en 1976.

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de la balanza de pagos, en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, pp. 402, 736, 800, 887-890 y 1 006; Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1990*, p.146, 710; *La economía mexicana en cifras 1995*, p. 291; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurria, cit., anexo, s/n.

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1976-1982

(Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
CRECIMIENTO DE LA DEUDA (%)							
Corto plazo	29.6	25.8	54.6	16.6	3.4	621.3	13.3
Largo plazo	37.1	26.8	24.0	13.1	14.1	30.6	17.4
Deuda total	35.6	16.9	14.6	13.3	13.6	56.6	11.2
Promedio Anual 1970-76							20.1
Acumulado 1970-76							200.3
ESTRUCTURA PORCENTUAL							
Deuda corto plazo (%)	18.8	11.9	4.7	4.8	4.4	20.3	15.8
Deuda largo plazo (%)	81.2	88.1	95.3	95.2	95.6	79.7	84.2
ENDEUDAMIENTO NETO							
End neto/disposiciones (%)	78.6	63.2	48.9	30.0	52.1	65.2	55.9
Endeudamiento neto/ PIB (%)	6.2	4.8	4.0	2.3	2.2	4.0	3.8
Endeudamiento neto/IED	20.1	12.0	10.6	4.0	1.9	2.9	3.3
RELACIONES MACROECONOMICAS							
Deuda/exportaciones	5.3	4.9	4.3	3.4	1.9	2.3	2.4
Deuda/inv ext directa	92.5	70.1	68.2	38.0	16.2	17.2	31.0

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1976-1982
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Indicador</i>	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Deuda/PIB (%)	28.5	28.5	25.5	22.1	18.4	23.6	35.7
Deuda/ingr púb totales	0.58	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6
SERVICIO DE LA DEUDA							
Monto (mdd)	2,474.9	3,837.3	6,287.3	10,174.3	7,680.3	10,282.2	13,335.5
Servicio/PIB (%)	3.6	4.7	6.1	7.6	4.1	4.6	8.1
Servicio/exportaciones (%)	67.7	82.5	103.7	115.4	42.6	44.1	55.4
Intereses/servicio (%)	53.3	40.2	32.2	28.4	51.5	53.2	63.0
Intereses/ exportaciones (%)	33.2	36.1	33.4	32.7	21.9	23.5	34.9
Intereses/PIB (%)	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.4	5.1
SERVICIO RESPECTO AL FLUJO DE DIVISAS							
Flujo de divisas (mdd) ¹	3,867.3	4,976.8	6,448.2	9,599.9	20,120.8	26,383.2	25,955.5
Servicio/flujo de divisas (%)	64.0	77.1	97.5	106.0	38.2	39.0	51.3
TRANSFERENCIA DE RECURSOS DEL EXTERIOR							
Monto (mdd) ²	-1959.5	377.5	-121.5	-1,161.2	-5,309.4	-8,121.3	4,987.8
Transferencia/PIB (%)	2.8	0.5	-0.1	-0.9	-2.9	-3.6	-3.0
REQUERIMIENTOS MÍNIMOS DE DIVISAS							
Monto (mdd) ³	4,839.5	3,891.4	6,957.3	12,156.4	14,156.8	21,046.8	10,825.1
FUGA DE CAPITALES							
Endeudamiento neto total ⁴	5,612.0	2,876.0	3,344.0	5,520.0	10,891.0	2,814.0	8,850.0
Fuga de capitales ⁵	2,971.0	944.0	131.0	-7.0	-251.0	11,828.0	6,772.0
Fuga de capitales/ endeudamiento neto total (%)	52.3	32.8	3.9	-----	-----	42.2	76.5

¹Flujo de divisas = Exportaciones + inversión extranjera directa (IED). Los datos de IED corresponden a la balanza de pagos.

²Transferencia de recursos del exterior = Cuenta corriente - intereses netos.

³Requerimientos mínimos de divisas = Déficit corriente ajustado (descontando intereses del sector público) + servicio de la deuda.

⁴Endeudamiento de acuerdo con las cifras de la balanza de pagos. Se refiere al renglón de pasivos de la cuenta de capital; excluye reinversiones y redocumentaciones por operaciones de conversión de deuda.

⁵Estimado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, SHCP. Los datos correspondientes a 1973, 1974 y 1975, según esta misma fuente, fueron: 2,280; 4,012 y 5,450 mdd de endeudamiento neto, respectivamente; 690; 806 y 859 mdd de fugas de capitales, respectivamente; 30.3; 20.1 y 15.8 de fugas de capitales/endeudamiento neto, respectivamente. El signo negativo significa repatriación de capitales.

La conversión del PIB de pesos corrientes a dólares en 1976 se calculó con la paridad promedio en el año (\$19.95); el tipo de cambio final del periodo fue de 148.50.

Nota: La información proveniente de la balanza de pagos tiene a partir de 1982 cambios metodológicos, que la hacen no comparable con la información anterior (por ejemplo, las exportaciones incluyen las maquiladoras). Nos basaremos en la última información.

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de la balanza de pagos, en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, pp. 890-893 y 1 006; *Anuario Estadístico 1995*, pp. 452, 504; *Nacional Financiera, La economía mexicana en cifras 1990*, p.146, 710; *La economía mexicana*

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1976-1982
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Indicador</i>	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
<i>en cifras 1995, p. 291; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n.</i>							

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1982-1988
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Indicador</i>	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
CRECIMIENTO DE LA DEUDA (%)							
Corto plazo	-13.3	4.8	-96.1	18.4	207	-59.8	42.6
Largo plazo	17.4	6.5	30.7	3.8	3.2	9.3	-0.8
Deuda total	11.2	6.2	10.9	3.9	4.5	8.0	-0.5
Promedio Anual 1982-88							5.5
Acumulado 1982-88							37.6
ESTRUCTURA PORCENTUAL							
Deuda corto plazo (%)	15.8	15.6	0.6	0.6	1.8	0.7	1.0
Deuda largo plazo (%)	84.2	84.4	99.4	99.4	98.2	99.3	99.0
ENDEUDAMIENTO NETO							
End neto/disposiciones (%)	55.9	48.5	41.9	15.8	22.5	31.0	-8.0
Endeudamiento neto/PIB (%)	3.8	3.6	1.6	0.5	1.1	2.1	-0.4
Endeudamiento neto/IED	3.3	2.0	1.7	36.3	0.3	1.1	-0.2
RELACIONES MACROECONOMICAS							
Deuda/exportaciones	2.4	2.4	2.4	2.7	3.4	2.9	2.6
Deuda/inv ext directa	31.0	28.5	45.0	36.3	31.4	30.9	28.1
Deuda/PIB (%)	35.7	52.6	43.6	47.2	60.4	59.1	47.2
Deuda/ingr púb totales	1.2	1.6	1.3	1.5	2.0	1.9	1.6
SERVICIO DE LA DEUDA							
Monto (mdd)	13,335.5	11,080	11,229.1	11,651.1	10,912.9	12,273.8	15,611.7
Servicio/PIB (%)	8.1	9.3	7.0	7.6	8.7	8.9	9.1
Servicio/exportaciones (%)	55.4	42.7	38.6	43.5	50.0	44.5	50.9
Intereses/servicio (%)	63.0	58.4	67.8	65.2	56.2	46.4	40.7
Intereses/exportaciones (%)	34.9	24.9	26.1	28.4	28.1	20.6	20.7
Intereses/PIB (%)	5.1	5.4	4.8	5.0	4.9	4.1	4.1
SERVICIO RESPECTO AL FLUJO DE DIVISAS							
Flujo de divisas (mdd) ¹	25,955.5	28,144.8	30,641.3	28,740.7	24,204.3	30,234.1	33,571.7
Servicio/flujo de divisas (%)	51.3	39.4	36.6	40.5	45.1	40.6	46.5
TRANSFERENCIA DE RECURSOS DEL EXTERIOR							
Monto (mdd) ²	4,987.8	14,683.8	13,824.8	9,133.7	5,506.1	10,447.5	3,755.9
Transferencia/PIB	3.0	12.3	8.7	6.0	4.4	7.6	2.2

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1982-1988
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Indicador</i>	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
REQUERIMIENTOS							
MINIMOS DE DIVISAS							
Monto (mdd) ¹	-10,825	1,247.8	565.4	-3,250.6	-6,155.6	-2,334.5	-11,634
FUGA DE CAPITALES							
Endeudamiento neto total ²	8,850.0	2,002.0	1,183.0	-935.0	865.0	3,730.0	616.0
Fuga de capitales ³	6,772.0	3,783.0	1,042.0	1,312.0	-1,912.0	791.0	3,592.0
Fuga de capitales / endeudamiento neto total (%)	76.5	189.0	88.1	-----	-----	21.2	583.1

¹Flujo de divisas = Exportaciones + inversión extranjera directa (IED).

²Transferencia de recursos del exterior = Cuenta corriente - intereses netos.

³Requerimientos mínimos de divisas = Déficit corriente ajustado (descontando intereses del sector público) + servicio de la deuda.

⁴Se refiere a la cuenta de pasivos de corto y largo plazo de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

⁵El signo negativo significa repatriación de capitales.

La conversión del PIB de pesos corrientes a dólares se calculó con el tipo de cambio promedio en el año.

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de la balanza de pagos, en INEGI, *Anuario Estadístico 1995*, pp.452, 453, 508; *Estadísticas Históricas de México*, p. 1 006; Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1990*, p.146; *La economía mexicana en cifras 1995*, p. 291; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n.

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1988-1994
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Indicador</i>	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
CRECIMIENTO DE LA DEUDA (%)							
Corto plazo	42.6	-19.9	85.1	49.4	100.7	22.5	50.0
Largo plazo	-0.8	-6.0	1.6	2.1	-7.6	3.1	6.1
Deuda total	-0.5	-6.1	2.2	2.8	-5.3	3.9	8.5
Promedio Anual 1988-94							0.9
Acumulado 1988-94							5.5
ESTRUCTURA PORCENTUAL							
Deuda corto plazo (%)	1.0	0.8	1.5	2.2	4.6	5.4	7.4
Deuda largo plazo (%)	99.0	99.2	98.5	97.8	95.4	94.6	92.6
ENDEUDAMIENTO NETO							
End neto/disposiciones (%)	-8.8	-61.0	28.2	19.7	-20.6	11.8	11.6
Endeudamiento neto/PIB	-0.4	-1.4	0.9	.9	-0.9	0.6	0.9
Endeudamiento neto/IED	-0.2	-1.0	0.8	0.5	-0.8	0.6	0.4
RELACIONES MACROECONOMICAS							
Deuda/exportaciones	2.6	2.2	1.9	1.9	1.6	1.5	1.4
Deuda/inv ext directa	28.1	23.9	29.5	16.8	17.2	17.9	10.7
Deuda/PIB (%)	47.2	37.2	32.2	27.9	20.8	19.5	21.1
Deuda/ingr púb totales	1.6	1.3	1.1	1.0	0.8	0.8	6.3

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1988-1994

(Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
SERVICIO DE LA DEUDA							
Monto (mdd)	15,611.7	14,536.7	11,033.6	16,118.2	25,720.7	28,251.3	35,646.1
Servicio/PIB (%)	9.1	7.1	4.6	5.6	7.1	7.0	8.0
Servicio/exportaciones (%)	50.9	41.3	27.1	37.7	55.7	54.4	58.5
Intereses/servicio (%)	40.7	47.7	50.0	36.0	21.0	29.3	23.0
Intereses/exportaciones (%)	20.7	19.7	13.5	13.6	11.5	16.0	13.4
Intereses/PIB (%)	4.1	3.4	2.3	2.0	1.5	2.0	2.0
SERVICIO RESPECTO AL FLUJO DE DIVISAS							
Flujo de divisas (mdd) ¹	33,571.7	38,346.6	43,344.2	47,449.0	50,588.4	56,274.8	68,861.8
Servicio/flujo de divisas (%)	46.5	37.9	25.4	34.0	50.8	50.2	51.8
TRANSFERENCIA DE RECURSOS DEL EXTERIOR							
Monto (mdd) ²	3,755.9	876.2	-895.8	-8,583.6	-16,987.5	-14,532.8	-19,453.7
Transferencia/PIB	2.2	0.4	0.3	3.0	4.7	3.6	4.8
REQUERIMIENTOS MÍNIMOS DE DIVISAS							
Monto (mdd) ³	-11,634.3	15,644.5	9,098.2	7,020.0	6,619.7	13,145.1	15,050.6
FUGA DE CAPITALES							
Endeudamiento neto total ⁴	616.0	2,314.0	14,722.0	19,989.0	16,023.0	n.d.	n.d.
Fuga de capitales ⁵	3,592.0	-4,226.0	-3,558.0	-2,512.0	-3,829.0	n.d.	n.d.
Fuga de capitales / endeudamiento neto total	583.1	-1.8	-0.2	-0.1	-0.2	n.d.	n.d.

¹Flujo de divisas = Exportaciones + inversión extranjera directa (IED).²Transferencia de recursos del exterior = Cuenta corriente - intereses netos.³Requerimientos mínimos de divisas = Déficit corriente ajustado (descontando intereses del sector público) + servicio de la deuda.⁴Se refiere a la cuenta de pasivos de corto y largo plazo de la cuenta de capital de la balanza de pagos.⁵El signo negativo significa repatriación de capitales.

La conversión del PIB de pesos corrientes a dólares se calculó con el tipo de cambio promedio en el año.

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de la balanza de pagos, en INEGI, *Anuario Estadístico 1995*, pp.453, 454, 508; *Estadísticas Históricas de México*, p. 1 006; Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1990*, p.146; *La economía mexicana en cifras 1995*, p. 291; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n.

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1994-95

(Millones de dólares y porcentaje)

Indicador	1994	1995
CRECIMIENTO DE LA DEUDA (%)		
Corto plazo	50.0	13.3
Largo plazo	6.1	18.5
Deuda total	8.5	18.1

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1994-95 (Millones de dólares y porcentaje)		
<i>Indicador</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>
ESTRUCTURA PORCENTUAL		
Deuda corto plazo (%)	7.4	7.1
Deuda largo plazo (%)	92.6	92.9
ENDEUDAMIENTO NETO		
End. neto/disposiciones (%)	11.6	36.3
Endeudamiento neto/PIB	0.9	2.1
Endeudamiento neto/IED	0.4	5.04
RELACIONES		
MACROECONOMICAS		
Deuda/exportaciones	1.4	1.3
Deuda/inv ext directa	10.7	14.5
Deuda/PIB (%)	21.1	35.2
Deuda/ingr púb totales	6.3	2.2 ⁶
SERVICIO DE LA DEUDA		
Monto (mdd)	35,646.1	31,657.2
Servicio/PIB (%)	8.0	11.1
Servicio/exportaciones (%)	58.5	39.8
Intereses/servicio (%)	23.0	20.0
Intereses/exportaciones (%)	13.4	8.0
Intereses/PIB (%)	2.0	2.2
SERVICIO RESPECTO AL FLUJO DE DIVISAS		
Flujo de divisas (mdd) ¹	68,861.8	86,506.0
Servicio/flujo de divisas (%)	51.8	36.6
TRANSFERENCIA DE RECURSOS AL EXTERIOR		
Monto (mdd) ²	-19,453.7	9,607.0
Transferencia/PIB	4.8	3.3
REQUERIMIENTOS MINIMOS DE DIVISAS		
Monto (mdd) ³	15,050.6	

¹Flujo de divisas = Exportaciones + inversión extranjera directa (IED).

²Transferencia de recursos al exterior = Cuenta corriente - intereses netos.

³Requerimientos mínimos de divisas = Déficit corriente ajustado (descontando intereses del sector público) + servicio de la deuda.

⁴Se refiere a la cuenta de pasivos de corto y largo plazo de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

⁵El signo negativo significa repatriación de capitales.

⁶Ingresos públicos deflactados, a pesos de 1993.

La conversión del PIB de pesos corrientes a dólares se

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1994-95
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Indicador</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>
------------------	-------------	-------------

calculó con el tipo de cambio promedio en el año (6.4190).

FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de la balanza de pagos, en INEGI, *Anuario Estadístico 1996; 2º Informe de Gobierno 1996, pp. 59, 72 y 93.*

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL: 1911-1964
(Miles de pesos y porcentaje)

	<i>Total</i>	<i>Deuda interna</i>	<i>Deuda externa</i>	<i>% Deuda externa</i>
1814		68 000		
1814		68 000		
1821		76 000		
1823		45 000	32 000	
1827	26 407		26 407	
1831	34 329		34 329	
1837	46 240	82 000	46 240	36.1
1843	53 584		53 584	
1846	51 208	87 500	51 208	36.8
1850	51 208	75 000	51 208	40.0
1852	52 744	45 400	52 744	51.8
1856	56 583	53 000	56 583	51.4
1861	62 208	13 000	62 208	82.7
1862	81 632		81 632	
1870	80 500	39 500	80 500	67.1
1875	83 068		83 068	
1900	373 420	124 000	249 420	66.8
1901			260 612	
1902			273 285	
1903	446 992	161 782	285 210	63.8
1904			448 205	
1905			445 900	
1906			443 807	
1907			441 100	
1908			442 968	
1909			438 375	
1910			439 704	
1911	589 686	136 726	452 960	76.8
1912			448 092	
1913	565 993	136 500	429 493	75.9
1914			447 316	

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL: 1911-1964
(Miles de pesos y porcentaje)

	<i>Total</i>	<i>Deuda interna</i>	<i>Deuda externa</i>	<i>% Deuda externa</i>
1915			466 057	
1916			484 803	
1917			498 044	
1918			515 953	
1919			534 576	
1920			553 263	
1921			571 831	
1922	1 598 555	113 475	1 485 080	92.9
1923			1 520 587	
1924			1 599 953	
1925	964 956	108 016	856 940	88.8
1926			875 764	
1927			960 741	
1928			987 620	
1929	1 128 844	116 000	1 012 844	89.7
1930			1 037 706	
1931			1 062 258	
1932			1 077 100	
1933			1 111 937	
1934	1 265 340	129 841	1 135 499	89.7
1935	1 288 767	128 094	1 160 673	90.1
1936	1 334 802	149 067	1 185 735	88.8
1937	1 367 068	154 953	1 212 115	88.7
1938	1 405 912	168 625	1 237 287	88.0
1939	1 441 821	179 351	1 262 470	87.6
1940	1 728 428	438 748	1 289 680	74.6
1941	1 908 563	593 699	1 314 864	68.9
1942	1 863 098	523 050	1 340 048	72.0
1947	3 081 759	2 841 127	240 632	7.8
1948	3 599 380	3 358 748	240 632	6.7
1949	4 018 263	3 777 631	240 632	6.0
1950	5 515 312	5 274 680	240 632	4.4
1951	4 879 980	4 488 339	391 641	8.0
1952	5 184 688	4 802 445	382 243	7.4
1953	2 811 590	2 134 912	676 678	24.1
1954			949 990	
1955			925 027	
1956			883 974	
1957			845 965	
1958			798 005	
1959			771 456	
1960			274 647	
1961			251 526	

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL: 1911-1964
(Miles de pesos y porcentaje)

	<i>Total</i>	<i>Deuda interna</i>	<i>Deuda externa</i>	<i>% Deuda externa</i>
1962	12 232 810	12 002 397	230 413	1.9
1963	12 419 521	12 209 803	209 718	1.7
1964	39 434 491	13 734 491	25 700 000	65.2

Nota: Aproximaciones al millar.

FUENTE: J. Bazant, cit., p. 116; INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, cit., p. 778-779 y cálculos propios. La baja proporción de la deuda externa hasta 1963 se debe al convenio de 1946.

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO: 1965-1982
(Millones de dólares y porcentaje)

<i>Año</i>	<i>Largo Plazo</i>	<i>Corto Plazo</i>	<i>Total</i>	<i>Incram. anual</i>
1965	1 771.0	369.3	2 140.4	
1966	1 891.8	451.2	2 343.0	9.5
1967	2 176.1	628.1	2 804.2	19.7
1968	2 483.3	691.0	3 174.3	13.2
1969	2 914.8	863.2	3 778.0	19.0
1970	3 259.9	1 002.8	4 262.7	12.8
1965-1970 promedio				14.8
1965-1970 acumulado				199.0
1970	3 259.9	1 002.7	4 262.7	12.8
1971	3 554.4	991.4	4 545.8	6.6
1972	4 322.2	742.4	5,064.6	11.4
1973	5 731.8	1 338.6	7 070.4	39.6
1974	7 980.8	1 994.2	9 975.0	41.1
1975	11 612.0	2 837.0	14 449.0	44.9
1976	15 923.4	3 676.8	19 600.2	35.6
1970-76 acum (%)	388.5	266.6	359.8	
1971-1976 promedio (%)	30.2	24.2	29.0	
1976	15,923.4	3,676.8	19,600.2	35.6
1977	20,185.3	2,726.8	22,912.1	16.9
1978	25,027.7	1,236.6	26,264.3	14.6
1979	28,315.0	1,442.2	29,757.2	13.3
1980	32,322.0	1,490.8	33,812.8	13.6
1981	42,206.7	10,753.9	52,960.6	56.6
1982	49,548.7	9,325.5	58,874.2	11.2
1976-1982 acum %	211.0	153.6	200.3	

Las crisis del Estado mexicano: las crisis de endeudamiento externo

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO: 1965-1982
(Millones de dólares y porcentaje)

Año	Largo Plazo	Corto Plazo	Total	Increment. anual
1976-1982 prom %	20.8	16.8	20.1	

FUENTE: Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, SHCP, en J. A. Gurría, cit., anexo, s/n.

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO POR FUENTE
DE FINANCIAMIENTO
(Millones de dólares)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Total	22 912	26 264	29 757	33 813	52 961	58 874
Organismos multilaterales	2 278	2 539	2 826	3 286	4 016	5 041
Bilaterales *	1 625	1 394	1 209	1 406	2 337	2 978
Bancos Comerciales	19 338	22 286	25 652	29 042	46 386	45 399
Otros	31	45	71	79	182	5 456

Saldos al 31 de diciembre.

a) Incluye proveedores.

FUENTE: Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, SHCP, en J. A. Gurría, cit., anexo, s/n.

DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1982-1988
(Saldos en millones de dólares)

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
ESTRUCTURA POR PLAZO							
Largo plazo	58,874.2	62,556.2	69,377.9	72,080.1	75,350.9	81,406.8	81,003.2
Corto plazo	49,548.7	52,778.7	68,994.4	71,626.0	73,956.8	80,845.9	80,223.3
ESTRUCTURA POR USUARIO							
Gobierno Federal	9,325.5	9,777.5	383.5	454.1	1,394.1	560.9	779.9
Organismos y empresas	58,874.2	62,556.2	69,377.9	72,080.1	75,350.9	81,406.8	81,003.2
Financieros	12,476.1	16,962.9	24,652.8	25,634.3	31,678.6	34,986.6	36,994.3
No financieros	27,239.0	26,582.3	27,247.5	29,187.8	22,646.3	23,302.2	21,167.9
ESTRUCTURA POR FUENTES DE FINANCIAMIENTO							
Multilaterales	15,348.5	14,957.9	14,528.5	14,221.0	17,999.0	20,125.0	20,245.4
Bilaterales	3,810.6	4,053.1	2,949.1	3,037.0	3,027.0	2,993.0	2,595.6
Bancos comerciales	58,874.2	62,556.2	69,377.9	72,080.1	75,350.9	81,406.8	81,003.2
Bancos privados	5,041.0	4,432.3	4,879.4	5,945.5	7,410.9	8,125.5	10,419.9
	2,978.0	3,068.6	3,381.2	4,414.7	5,618.7	7,989.2	8,702.8
	5,399.1	50,086.9	56,865.2	57,812.2	58,787.6	62,497.5	57,785.7
	n. d.	15,177.1	3,043.7	591.1	1,753.6	1,237.9	1,304.7

DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1982-1988
(Saldos en millones de dólares)

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Sindicados	n. d.	34,909.8	30,678.6	8,575.9	8,269.1	13,102.7	13,803.1
Reestructurada	-----	-----	23,142.9	48,645.2	48,764.9	48,156.9	42,677.9
Proveedores	n.d.	337.4	247.0	167.2	132.2	109.0	91.5
Otros	5,456.1	4,631.0	4,005.1	3,740.5	3,401.5	2,685.6	4,003.3
Bonos públicos	n.d.	3,766	3,295.3	3,085.2	2,720.6	2,141.7	3,652.4
Bonos privados	n.d.	864.7	709.8	655.3	680.9	543.9	350.9
PAGO DE INTERESES	8,400.4*	6,468.8	7,611.1	7,601.0	6,130.8	5,700.3	6,353.0
ENDEUDAMIENTO NETO							
Saldo inicial	52,960.6	58,874.2	62,556.2	69,377.9	72,080.1	75,350.9	81,406.8
Disposición	11,195.6	8,964.2	6,230.8	4,813.0	6,168.8	9,534.9	8,512.6
Amortización	4,935.1	4,611.8	3,618.0	4,050.1	4,782.1	6,573.5	9,258.7
Endeudamiento neto	6,260.5	4,352.4	2,612.8	762.9	1,386.7	2,961.4	(746.1)
Ajustes por tipo de cambio	(346.9)	(670.4)	4,208.9	1,939.3	1,884.1	3,094.5	342.5
Saldo final	58,874.2	62,556.2	69,377.9	72,080.1	75,350.9	81,406.8	81,003.2

*Corresponde a la cifra de la balanza de pagos, en INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, p. 183.
FUENTE: Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1990*, pp. 621-622; *La economía mexicana en cifras 1995*, p. 297; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurría, cit., anexo, s/n.

DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1989-1994
(Saldos en millones de dólares)

Concepto	1989	1990	1991	1992	1993	1994
SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA	76,059.0	77,770.3	79,987.8	75,755.2	78,747.4	85,435.8
ESTRUCTURA POR PLAZO	76,059.0	77,770.3	79,987.8	75,755.2	78,747.4	85,435.8
Largo plazo	75,434.5	76,614.3	78,260.5	72,288.8	74,501.4	79,082.3
Corto plazo	624.5	1,156.0	1,727.3	3,466.4	4,246.0	6,353.5
ESTRUCTURA POR USUARIO	76,059.0	77,770.3	79,987.8	75,755.2	78,747.4	85,435.8
Gobierno Federal ¹	36,589.9	46,560.4	51,126.4	43,946.8	43,175.0	44,576.6
Finan. por cuenta de Gobierno Federal ²	-----	-----	14,691.7	14,754.3	15,777.9	16,010.2
Organismos y empresas controladas	20,517.6	8,141.2	7,884.9	9,365.2	9,502.7	12,010.6
Banca de desarrollo	16,966.2	21,523.3	5,551.8	7,672.5	10,289.8	12,836.6
Organismos y empresas no controladas	1,985.3	1,545.4	733.0	16.4	2.0	1.8

DEUDA PÚBLICA EXTERNA: 1989-1994
(Saldos en millones de dólares)

<i>Concepto</i>	1989	1990	1991	1992	1993	1994
ESTRUCTURA POR FUENTES DE FINANCIAMIENTO						
Multilaterales	10,099.0	14,684.8	15,187.2	15,644.9	16,241.1	17,447.7
Bilaterales	8,273.0	11,484.2	12,838.5	15,762.9	14,983.0	16,709.2
Bancos comerciales	53,492.4	47,034.8	45,873.3	38,054.5	37,972.1	38,386.3
Reestructurada 89-90	48,483.0	40,560.3	39,475.9	32,765.5	31,593.5	31,750.6
No reestructurada	5,009.4	6,474.5	6,397.4	5,289.0	6,378.6	6,635.7
Proveedores	118.6	217.6	110.1	104.8	80.5	109.7
Otros						
Bonos públicos	3,870.7	3,924.1	5,732.8	6,071.5	9,359.1	12,674.2
Bonos privados	205.3	424.8	245.9	116.6	116.6	108.7
PAGO DE INTERESES	6,929.1	5,515.4	5,794.4	5,337.5	8,293.	8,190
ENDEUDAMIENTO NETO						
Saldo inicial	81,003.2	76,059.0	77,770.3	79,987.8	75,755.2	78,747.4
Disposición	4,724.2	7,686.6	12,854.1	16,899.5	22,621.8	31,074.9
Amortización	7,607.6	5,518.2	10,323.8	20,383.2	19,958.3	27,456.1
Endeudamiento neto	-2,883.4	2,168.4	2,530.3	-3,483.7	2,663.5	3,618.8
Ajustes por tipo de cambio	-2,060.8	-457.1	-312.0	-748.9	328.7	3,069.6
Saldo final	76,059.0	77,770.3	79,987.8	75,755.2	78,747.4	85,435.8

1 Incluye deuda del ramo XXIV, XXIX y FAFEXT.

2 Se refiere a fideicomisos y garantías del Gobierno Federal.

FUENTE: Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1995*, p. 297 y *El mercado de valores*, n° 6, 15 de marzo de 1990, p. 17; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA 1994-1995
(Saldo en millones de dólares)

	Saldo 31/12/94	Saldo 31/12/95	Variación anual (%)
DEUDA NETA	76,889.9	90,316.1	17.5
Activos financieros en el exterior ¹	-8,545.9	-10,617.6	—
DEUDA BRUTA	85,435.8	100,933.7	18.1
ESTRUCTURA POR PLAZO	85,435.8	100,933.7	18.1
- Largo plazo	79,082.3	93,737.4	18.5
- Corto plazo	6,353.5	7,196.3	13.3
ESTRUCTURA POR USUARIO	85,435.8	100,933.7	18.1
Gobierno Federal ²	44,576.6	60,017.4	34.6
Financiamiento por cuenta del Gobierno Federal ³	16,010.2	17,823.9	11.3
Organismos y empresas controladas	12,010.6	11,696.7	-2.6
Organismos y empresas no controladas	1.8	2.1	16.6
Banca de desarrollo	12,836.6	11,393.6	-11.2
ESTRUCTURA POR FUENTES DE FINANCIAMIENTO	85,435.8	100,933.7	18.1

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA 1994-1995
(Saldo en millones de dólares)

	Saldo 31/12/94	Saldo 31/12/95	Variación anual (%)
Multilaterales	17,447.7	18,793.4	7.7
Bilaterales	16,709.2	15,435.7	-7.6
Bancos comerciales	38,386.3	38,228.8	-0.4
- Restructurada 1989-1990	31,750.6	31,716.4	-0.1
- No restructurada	6,635.7	6,512.4	-1.8
Proveedores	109.7	89.0	-18.8
Otros	12,782.9	17,886.8	39.9
- Bonos públicos	12,674.2	17,882.1	41.1
- Bonos privados	108.7	4.7	-91.9
PAGOS DE INTERESES	8,190.0	6,331.9	-22.7
ENDEUDAMIENTO NETO			
Saldo inicial		85,435.8	
Disposición	31,074.9	39,770.8	28.0
Amortización	27,456.1	25,325.3	-7.8
Endeudamiento neto	3,618.8	14,445.5	299.2
Ajustes por tipo de cambio	3,069.6	-1,052.4	-65.7
Saldo final	85,435.8	100,933.7	18.1

¹Considera las garantías valuadas a precio de mercado para el principal y 18 meses de intereses para los Bonos Brady y de principal para los Bonos Morgan.

²Incluye deuda del Ramo XXIV, XXIX y Fafext.

³Se refiere a Fideicomisos y garantías del Gobierno Federal.

FUENTE: Presentación modificada de SHCP, *Informe Hacendario*, n° 13, enero-marzo de 1996; p. 59; INEGI, *Anuario Estadístico 1996*; 2° *Informe de Gobierno 1996*; Banco de México, *Informe Anual 1995*.

INDICADORES ECONÓMICOS 1983-1988

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
PIB (crecimiento anual %)	-4.2	3.6	2.6	-3.7	1.7	1.2
PIB crecimiento promedio anual 1983-1988 (%)						0.2
Inflación (%)	80.8	59.2	63.7	105.8	159.2	51.7
Cuenta corriente (mdd)	5,860	4,184	800	-1,374	4,239	-2,376
Cuenta corriente (% del PIB)	4.9	2.6	0.5	-1.1	3.1	-1.4
Balanza comercial (mdd)	14,105	13,184	8,398	5,020	8,787	2,610
Balanza comercial/PIB	11.8	8.3	5.5	4.0	6.4	1.5
Exportaciones totales/PIB (%)	21.8	18.3	17.5	17.5	20.0	17.9
Importaciones totales (FOB) /PIB						
Exportaciones/importaciones	2.19	1.83	1.46	1.30	1.47	1.09
Crecimiento de exportaciones	7.9	12.1	-8.0	-18.5	26.6	11.2
Exportaciones petroleras (valor, crecimiento %) ¹	-2.1	4.5	-9.8	-57.3	36.8	-22.2
Exportaciones no petroleras (valor, crecimiento %)	27.1	17.7	-11.8	42.8	20.5	16.6

Las crisis del Estado mexicano: las crisis de endeudamiento externo

INDICADORES ECONÓMICOS 1983-1988						
	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Exportaciones no petroleras/ Exportaciones petroleras ¹	0.42	0.47	0.47	1.56	1.37	2.06
Exportaciones petroleras/ Exportaciones totales (%) ¹	7.02	67.7	68.1	38.0	41.3	31.7
Precio del petróleo de exportación (dólares por barril)	26.4	26.8	25.3	11.9	16.0	12.2
Exportaciones ind. maquiladora/ exportaciones totales (%)	14.0	16.8	19.0	25.9	25.7	33.1
Términos de intercambio ²	69.4	70.8	72.4	52.9	67.0	60.5
Formación bruta de capital fijo (crecimiento %)	-28.3	6.4	7.9	-11.8	-0.1	5.8
Formación bruta de capital fijo crecimiento promedio 1982-1988						-4.32
Reservas (miles de millones de dólares)	4.9	8.1	5.8	6.8	13.7	6.6
Depreciación del peso (crecimiento respecto del dólar de E. U., %)	49.1	33.6	91.9	148.5	141.5	3.2
Tipo de cambio (paridad peso/dólar de E.U.) ³	143.6	191.9	368.2	915.1	2,209.7	2,281.0
Tasas de interés (CPP)	56.4	47.5	65.7	95.3	104.3	45.5
Salario mínimo nacional (pesos diarios de 1994)	27.99	26.53	25.89	28.16	31.77	18.34
Salario mínimo nacional (crecimiento anual %)	-28.7	-5.2	-2.4	8.8	12.8	-42.3
Salario mínimo nacional (crecimiento promedio anual 1982- 1988 %)						-11.9
Tasa de desempleo (TDA)	4.2	6.2	5.7	4.4	3.9	3.6

¹En las exportaciones no están incluidas las correspondientes a las maquiladoras.

² Ajustado por tasas de interés internacionales.

³ Tipo de cambio para solventar obligaciones en monedas extranjeras.

Para la conversión del PIB de pesos corrientes a dólares se tomó la paridad promedio en el año. FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI, *Anuario Estadístico 1995*, pp. 244, 270,413, 452-453, 508.; *Anuario Estadístico 1996*; Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1990*, pp.156, 621,632, 710; *La economía mexicana en cifras 1995*, pp. 112, 255, 291, 311, 317, 319, 338, 340, 342 y 497; Mónica Pliego, *Desempleo, ocupación informal y segmentación del mercado de trabajo en México: 1982-1993*, p.15-16; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n; Poder Ejecutivo Federal, *Primer Informe de Gobierno 1995*, Anexo, p. 32, 72, 104 y 107.

INDICADORES ECONÓMICOS 1989-1994						
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB (crecimiento anual %)	3.3	4.4	3.6	2.8	0.6	3.5
PIB crecimiento promedio anual 1988-1994 (%)						3.1
Inflación (%)	19.7	29.9	18.8	11.9	8.0	7.0
Saldo cuenta corriente (millones de dólares)	-5,822	-7,449	-14,892	-24,438	-23,399	-28,786

INDICADORES ECONÓMICOS 1989-1994

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	(3.02)	(3.20)	(5.29)	(7.47)	(6.44)	(7.64)
Saldo balanza comercial (millones de dólares)	405	-882	-7,278	-15,933	-13,481	-18,464
Balanza comercial total/ PIB (%)	0.2	-0.4	-2.5	-4.8	-3.7	-4.9
Exportaciones totales/ PIB (%)	17.0	16.7	14.9	14.0	14.3	16.3
Importaciones totales (FOB)/PIB (%)	16.8	17.0	17.4	18.9	18.1	21.2
Exportaciones/importaciones	1.01	0.98	0.85	0.74	0.79	0.77
Crecimiento exportaciones (%)						
Exportaciones petroleras (valor, crecimiento %)	17.4	28.3	-19.2	1.7	-10.7	0.4
Exportaciones no petroleras (valor, crecimiento %) ¹	8.2	104.5	12.8	9.8	17.4	20.2
Exportaciones no petroleras/ Exportaciones petroleras ¹	1.9	3.0	4.2	4.6	6.0	7.2
Exportaciones petroleras/ Exportaciones totales (%) ¹	34.3	37.2	19.1	18.0	14.3	26.0
Precio del petróleo de exportación (dólares por barril)	15.6	19.2	14.6	14.8	13.7	n.d.
Exportaciones ind. maquiladora/ exportaciones totales (%)	35.1	34.1	37.1	40.4	42.1	43.1
Términos de intercambio ²	64.5	68.8	65.1	63.9	62.1	52.2
Formación bruta de capital fijo (crecimiento %)	6.4	13.1	8.3	10.8	-1.2	8.1
Formación bruta de capital fijo crecimiento promedio 1988-1994 %						7.5
Reservas (miles de millones de dólares)	6.9	9.7	17.7	18.9	25.1	6.3
Depreciación del peso (crecimiento respecto del dólar de E. U., %)	15.8	11.5	4.3	1.4	-0.3	12.8
Tipo de cambio (paridad peso/dólar de E.U.) ³	2,641.0	2,945.4	3,071.0	3,115.4	3,105.9	3,503.1
Tasas de interés (CPP)	40.11	29.23	19.95	22.76	14.68	n.d.
Salario mínimo nacional (pesos diarios de 1994)	19.25	17.94	16.39	14.19	13.97	13.97
Salario mínimo nacional (crecimiento %)	4.98	-6.80	-8.68	-13.41	-1.52	0.00
Salario mínimo nacional crecimiento promedio 1988-1994 %						-4.43
Salario mínimo nacional crecimiento acumulado 1982-1994						-64.42
Tasa de desempleo (TDA)	3.0	2.8	2.6	2.8	3.4	3.7

¹En las exportaciones no se incluyen las correspondientes a las maquiladoras.

²Ajustado por tasas de interés internacionales.

³Tipo de cambio para solventar obligaciones en monedas extranjeras. En 1994 es el promedio en el año; el tipo al final del periodo fue de 5.3250.

Para la conversión del PIB de pesos corrientes a dólares se tomó la paridad promedio hasta 1992; en los siguientes años se tomó el tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera.

INDICADORES ECONÓMICOS 1989-1994

1989	1990	1991	1992	1993	1994
------	------	------	------	------	------

FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI, Anuario Estadístico 1995, pp. 244, 270, 413, 453-454, 508; Anuario Estadístico 1996; Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras 1995*, pp.156, 621,632 y 710; *La economía mexicana en cifras 1995*, pp. 112, 255, 291, 311, 317, 319, 338, 340, 342 y 497; Mónica Pliego, *Desempleo, ocupación informal y segmentación del mercado de trabajo en México: 1982-1993*, p.15-16; Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, en J. A. Gurriá, cit., anexo, s/n.; INEGI, Cuadernos de información oportuna, p. 3; Poder Ejecutivo Federal, *Primer Informe de Gobierno 1995*, Anexo, pp. 32, 72, 104 y 107.

BIBLIOGRAFÍA

- ABUD, Jairo, "La deuda externa mexicana y el Plan Brady: ¡resultados y retórica!", en *Investigación económica*, núm. 222, vol. LVII, FE-UNAM, octubre-diciembre de 1997; pp. 185-194.
- AGLIETTA, Michel, *El fin de las divisas clave. Ensayo sobre la moneda internacional*. México, Siglo XXI, Eds, 1987.
- ANDJEL, Eloísa, *Keynes: teoría de la demanda y el desequilibrio*. México, Ed. Diana-UNAM, 1992.
- AYALA, José; BLANCO, José, "El nuevo Estado y la expansión de las manufacturas. México: 1877-1930", en Rolando Cordera (compilador), *Desarrollo y crisis de la economía mexicana*. México, FCE, (1981) 1992; pp. 13-44.
- BLANCO, José, "El desarrollo de la crisis en México, 1970-1976", en CORDERA, R., cit., pp. 297-335.
- BAZANT, Jan, *Historia de la deuda exterior de México 1823-1946*. México, El Colegio de México, 1995.
- BLOCK, Fred L., *Los orígenes del desorden económico internacional*. México, Fondo de Cultura Económica, 1989.
- BOLTVINIK, Julio; HERNANDEZ Laos, Enrique, "Origen de la crisis industrial: El agotamiento del modelo de sustitución de importaciones. Un análisis preliminar"; en CORDERA, R. (compilador), cit., pp. 456-533.
- BORDO, Michael, "El prestamista de última instancia: puntos de vista alternativos y experiencia histórica", en BENDESKY, León, *El papel de la banca central en la actualidad*. México, CEMLA-Banco de España, 1991; pp. 1-23.
- CABRAL, Roberto, "Industrialización y política económica", en CORDERA, R., cit., pp. 67-100.
- CARDIM de Carvalho, Fernando J., "Temas de política monetaria keynesiana", en *Ensaio FEE*, Porto Alegre, (15) 1:33-61, 1994.
- CARLIN, Wendy; SOSKICE, David, *Macroeconomics and the Wage Bargain*. Oxford, Oxford University Press, 1992.
- CASAR, José I.; RODRIGUEZ, Gonzalo; ROS, Jaime, "Ahorro y balanza de pagos: un análisis de las restricciones al crecimiento económico de México", en *Economía mexicana*, núm. 7, CIDE, 1985; pp. 21-33.
- CHANON, Derek F., *Estrategia global bancaria*. Madrid, Ediciones Diaz de Santos, 1991.

- DORNBUSCH, R.; MAKIN, J. H. Y ZLOWE, D. (Compiladores), *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*. México, FCE, El Trimestre Económico (Lecturas 68), 1990.
- FERNANDEZ S., José L., "Causas y perspectivas de la deuda externa en México", en *Economía mexicana*, núm. 6, CIDE, 1984; pp. 63-76.
- FROYEN, Richard, *Macroeconomía. Teorías y políticas*. Bogotá, McGraw Hill, 1995.
- GOODHART, C. A. E., "¿Por qué los bancos necesitan un banco central?", en BENDESKY, L., cit., pp. 45-63.
- GREEN, Rosario, *El endeudamiento público externo de México 1940-1973*. México, Fondo de Cultura Económica, 1976.
- _____, *La deuda externa de México: 1973-1987. De la abundancia a la escasez de créditos*. México, Editorial Nueva Imagen-SRE, 1988.
- GUILLEN, Arturo et al., *La deuda externa. Grillete de la nación*. México, Ed. Nuestro Tiempo, 1989.
- GURRIA, José Angel, *La política de la deuda externa*. México, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- _____, "La restructuración de la deuda: El caso de México", en GRIFFITH-JONES (compiladora), *Deuda externa, renegociación y ajuste en la América Latina*. México, Fondo de Cultura Económica, El Trimestre Económico (Lecturas N° 61), 1988; pp. 68-124.
- _____, "La política de la deuda externa de México, 1982-1990", en BAZDRESCH, Carlos et al (compiladores), *México: auge, crisis y ajuste*. México, Fondo de Cultura Económica, El Trimestre Económico (Lecturas N° 78), 1992; pp. 291-322.
- HUERTA G., Arturo, "La crisis y la inviabilidad de la política actual para superarla", en *Investigación económica*, núm. 212, UNAM, abril-junio de 1995; pp. 23-49.
- KALECKI, Michal, "The Principle of Increasing Risk", en "Capitalism Business Cycles and Full Employment", en J. Osiatysky (ed), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. I, Oxford University Press (1937) 1990.
- _____, *Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos*. Barcelona, Ed. Ariel, 1973.
- KINDLEBERGER, Ch., "La evolución del prestamista de última instancia", en BENDESKY, L., cit., pp. 25-43.

-
- KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice, *Economía internacional. Teoría y política*. Madrid, McGraw Hill, 1994.
 - _____, "Enfoques para la reducción de la deuda basados en los mercados", en DORNBUSCH, R. (compilador), cit.; pp. 65-93.
 - _____; TAYLOR, Lance, "Efectos contraccionistas de la devaluación", en *Economía informa*, núm. 260, FE-UNAM, septiembre de 1977; pp. 58-64.
 - LAZKI, Kazimierz, "An alternative Economic Policy for Central and Eastern Europe".
 - LEROY Miller, R.; PULSINELLI, R. W., *Moneda y banca*. Bogotá, McGraw Hill, 1992.
 - LISSAKERS, Karin, *Banca, deudores e instituciones. Análisis de las crisis en la deuda internacional*. México, Gernika, 1993.
 - LOPEZ G., Julio, "El derrumbe de una ficción. Evolución reciente, crisis y perspectivas de la economía mexicana". Mimeo, UNAM-UACPyP-CCH, 1994. Versión modificada en *Investigación económica*, núm. 212, F.E.-UNAM, abril-junio 1995, pp. 9-22.
 - _____, "El proceso de ajuste de la economía mexicana, 1982-1992" y "Los problemas del ajuste en una economía abierta: una interpretación de la evolución reciente de la economía mexicana", en LOPEZ, Julio (coordinador general), *México: la nueva macroeconomía*. México, Nuevos Horizontes Eds., 1994, pp. 19-55 y 277-292.
 - _____, *La macroeconomía de México: el pasado reciente y el futuro posible*. México, UNAM-Ed. Porrúa, 1998.
 - _____, *Teoría del crecimiento y economías semiindustrializadas*. México, UNAM, 1991.
 - _____, *La economía del capitalismo contemporáneo. Teoría de la demanda efectiva*. México, Ed. DIANA-UNAM, 1991.
 - MACEWAN, Arthur, *Deuda y desorden. Inestabilidad económica internacional y ocaso del imperio estadounidense*. México, Siglo XXI eds., 1992.
 - MANTEY, Guadalupe, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*. México, UNAM, 1989.
 - _____, *Lecciones de economía monetaria*. México, UNAM-UACPyP-CCH, 1994.

- MILLER, Morris, *¡No basta enfrentarse a la deuda! La crisis de la deuda internacional y los papeles del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional*. México, Fondo de Cultura Económica, 1989.
- MINSKY, H. P., *Can "it" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M. E. Sharpe, Inc., Armonk, New York, 1982.
- _____, *Stabilizing and Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.
- PERROTINI, Ignacio, "Estabilidad macroeconómica e inestabilidad monetaria: Parturiant montes, nascetur ridiculus mus", en *Investigación económica*, núm. 212, UNAM, abril-junio de 1995; pp. 87-116.
- _____, "Comentario crítico al artículo 'La deuda externa mexicana y el Plan Brady: ¡resultados y retórica!'", en *Investigación económica*, núm. 222, vol. LVII, FE-UNAM, octubre-diciembre de 1997; pp. 185-194.
- PLIEGO Q., Mónica, "La evolución del empleo en México: 1982-1995, desempleo, participación de la fuerza laboral y ocupación informal", en J. López (Coordinador), *Macroeconomía del empleo y políticas de pleno empleo para México*. México, UNAM-Ed. Porrúa, 1997; pp. 13-94.
- RAMIREZ de la O, Rogelio, "La crisis del peso mexicano y la recesión de 1994-1995", en ROETT, R. (compilador); pp. 26-57.
- ROETT, Riordan (compilador), *La crisis del peso mexicano. Perspectivas internacionales*. México, FCE, 1966.
- ROTBERG, Eugen H, "Enfoques institucionales para el alivio de la deuda", en DORNBUSCH, R., cit.; pp. 95-99.
- ROS, Jaime; VAZQUEZ Enríquez, A., "Industrialización y comercio exterior 1950-1977", en *Economía mexicana*, núm. 2, CIDE, 1977.
- ROS, Jaime, "Economía mexicana: evolución reciente y perspectivas", en CORDERA, R., cit., pp. 336-367.
- RUIZ Pablo, "Desequilibrio externo y política económica en los setentas", en CORDERA, R., cit., pp. 534-573.
- SANTANA, Rudy, "La teoría deuda-deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: un comparación", en *Investigación económica*, núm. 215, UNAM, enero-marzo de 1996.
- STIGLITZ, Joseph, *Economía*, Barcelona, Ed. Ariel, 1993.
- VAZQUEZ Enríquez, Alejandro, "La política monetaria: 1973-1981", en *Economía mexicana*, núm. 4, CIDE, 1982; pp. 34-35.

- VAZQUEZ Tercero, Héctor, "Medición del flujo de efectivo de divisas de la balanza comercial de México", en *Comercio exterior*, núm. 8, Bancomext, agosto de 1995.
- VELASCO, Ciro, "El desarrollo industrial de México en la década 1930-1940. Las bases del proceso de industrialización", en CORDERA R., cit., pp. 45-64.
- VILAR, Pierre, *Introducción al vocabulario del análisis histórico*. México, Ed. Grijalbo, 1988.
- WOLFSON, Martin H., *Financial Crises. Understanding the Postwar US Experience*. M.E. Sharpe, Publishers, London, 1986.

DOCUMENTOS

- BANAMEX-ACCIVAL, *Examen de la situación económica de México*, núms. 842 y 843, División de Estudios Económicos y Sociales, enero y febrero de 1996.
- BANCO DE MEXICO, *Informe anual 1994*, México, 1995.
- _____, *Informe anual 1995*, México, 1996.
- CENTRO DE INVESTIGACION Y DOCENCIA ECONOMICA (CIDE), *Economía mexicana*, núms. 1-7, 1979-1985.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA, GEOGRAFIA E INFORMÁTICA (INEGI), *Cuaderno de información oportuna*, enero de 1996.
- INEGI, *Estadísticas históricas de México*, 1994; 2 Tomos.
- ____; *El ABC de las finanzas públicas*, 1994.
- ____; ONU, *El ABC de las cuentas nacionales*, 1990.
- _____, *Anuario Estadístico 1995*.
- _____, *Anuario Estadístico 1996*.
- NACIONAL FINANCIERA (NAFINSA), *La economía mexicana en cifras 1990*.
- _____, *La economía mexicana en cifras 1995*.
- _____, *El mercado de valores*.

- SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (SHCP), *Estadísticas oportunas de finanzas públicas*, Dirección General de Planeación Hacendaria, Cuarto Trimestre de 1995.
- _____, *Informe Hacendario*, núms. 9-12, Vol. 3, 1995; y núm. 13, Vol. 4, enero-marzo de 1996; Dirección General de Planeación Hacendaria.
- ZEDILLO, Ernesto, *Primer informe de gobierno, 1995. Anexo Estadístico.*
- ZEDILLO, Ernesto, *Segundo informe de gobierno, 1996. Anexo Estadístico.*