

00821  
97

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA  
DE MEXICO



FACULTAD DE ECONOMIA

EFFECTOS DE LA LIBERALIZACION FINANCIERA SOBRE EL  
CRECIMIENTO ECONOMICO DE MEXICO, 1988-2001.

T E S I S  
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:  
LICENCIADO EN ECONOMIA  
P R E S E N T A :  
FRANCISCO ANTONIO MARTINEZ HERNANDEZ

DIRECTOR DE TESIS: DR. ARTURO HUERTA GONZALEZ

CIUDAD UNIVERSITARIA

ABRIL 2003.





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.

Autonizo a la Dirección General de Bibliotecas  
UNAM a difundir en formato electrónico el  
contenido de mi trabajo de tesis.

NOMBRE: Francisco A.

Marbaca Hernández

FECHA: 02/Abril/03

CMA: [Signature]

Agradezco

A mi Universidad Nacional:

Por permitirme ser parte de ella y poder así desarrollarme social e intelectualmente.

A mis Padres:

Por enseñarme el camino del trabajo y el esfuerzo constante.

A mi asesor de tesis:

Arturo Huerta por su empeño en que este trabajo fuera lo mejor posible, así como por enseñarme que existe una teoría económica muy diferente a la convencional y a que es necesario la construcción de nuevas propuestas.

Dedico este trabajo

A mis mejores maestros:

Esperanza Fujiyaki, Antonio Gazol, Eloisa Andjel, Pablo Ruiz Napoles, Aleida Guerrero, Angel de la Vega, Arturo Huerta, Julio López, Sandoval Manzano y Nora Martínez.

A las personas que más quiero:

Luis Enrique y Gustavo Martínez, Juana Hernández, Natalia Martínez, y a Luz Maria, Maricela, Guadalupe y Carlos González.

A mis amigos:

Nancy Hernández, Laura López, Azul Quiroz, Saúl Herrera, Omar Contreras, Gabriel Aguilar, Ximena Echenique, Elizabeth Pérez, Ramón Maldonado, Michel Atilano y Noemi Hernández, así como a mis trece nuevos amigos.

## ÍNDICE

### Introducción.

<b>Capítulo 1. Antecedentes de la Liberalización Financiera, México y las Políticas de Ajuste (1982-1988).</b>	<b>1</b>
1.1 La economía mexicana ante los shocks externos.	1
1.1.2 Características del déficit público y el cambio de patrón de financiamiento de la economía.	2
1.2 Contexto internacional que da lugar a la liberalización financiera y la política económica seguida.	5
1.2.1 Liberalización financiera a nivel Internacional.	5
1.2.2 Liberalización financiera en México.	11
1.3 Bibliografía.	17
<b>Capítulo 2. Efectos de la Liberalización Financiera sobre el Financiamiento de la Economía (1988-1994).</b>	<b>19</b>
2.1 Presiones financieras sobre el sector público.	19
2.1.1 Liberalización financiera y gasto público.	19
2.1.2 Entrada de capitales y presiones sobre las finanzas públicas.	21
2.2 Liberalización crediticia, crecimiento y estancamiento de la economía.	23
2.2.1 El crédito y la recuperación económica 1989-1992.	23
2.2.2 Fragilidad financiera y estancamiento económico.	24
2.3 Ahorro, inversión y crecimiento económico bajo la liberalización financiera.	28
2.3.1 Efectos sobre el ahorro de la economía.	28
2.3.2 Efectos sobre la inversión y el crecimiento de la economía.	34
2.3.3 Factores y restricciones del crecimiento económico.	38
2.3.4 Liberalización financiera y el coeficiente capital/producto incremental.	43
2.4 Bibliografía.	45

<b>Capítulo 3. Liberalización Financiera, Incapacidad de Pago y Crisis Financiera (1994-1995).</b>	<b>47</b>
3.1 El Sobreendeudamiento externo y la crisis financiera.	47
3.1.1 Fragilidad financiera e inestabilidad cambiaria.	47
3.2.1 La Falta de divisas como detonante de la crisis cambiaria.	52
3.2 Efectos de la política de estabilización económica.	54
3.2.1 Ajuste externo y contracción económica.	54
3.2.2 Crisis bancaria.	57
3.3 Conclusiones.	60
3.4 Bibliografía.	64
<b>Capítulo 4. Liberalización Financiera y su Profundización, Inestabilidad Económica y Sector Externo (1996-2001).</b>	<b>66</b>
4.1 Teoría y política cambiaria en el proceso de profundización financiera.	66
4.1.1 Libre flotación del tipo de cambio y sus determinantes.	66
4.1.2 Determinantes internos de la flotación cambiaria.	67
4.1.3 El tipo de cambio y sus determinantes financieros.	76
4.2 Política crediticia e inestabilidad bancaria.	79
4.2.1 Causas del bajo crédito interno.	79
4.2.2 Mayores riesgos de insolvencia.	83
4.2.3 Mayor costo fiscal del rescate bancario (FOBAPROA).	85
4.3 La restricción externa del crecimiento.	88
4.3.1 Entrada de capitales y crecimiento económico.	88
4.3.2 Necesidad creciente de entrada de capitales, y la debilidad ante la IED.	91
4.3.3 El sector externo y la restricción al crecimiento.	95
4.4 Bibliografía.	100
<b>5. Conclusiones.</b>	<b>102</b>
5.1 La "financiarización" de la economía, las finanzas públicas y el crecimiento económico	102
5.2 Imposibilidad de continuar con la apertura económica.	105
5.3 Los retos del crecimiento económico.	106
5.4 Bibliografía.	107
<b>Anexo Estadístico.</b>	<b>108</b>

## Introducción

El presente trabajo tiene la preocupación de entender y explicar el por qué del bajo crecimiento, la inestabilidad financiera y crisis de la economía mexicana a raíz de la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos para de esta forma financiar el déficit de cuenta corriente.

Así, el análisis se hace bajo un enfoque no neoclásico, ya que considero que el diagnóstico de la crisis económica que se basa en la insuficiencia de ahorro interno no sólo no considera la diferencia productiva entre países, sino que además no considera las crisis financieras que ha generado (México 1994 y demás países). Lo que sucede es todo lo contrario, se continua con la liberalización económica no obstante el alto desempleo, la inestabilidad y el bajo crecimiento económico que generan estas políticas.

La hipótesis de este trabajo es que la liberalización financiera ha afectado la producción nacional interna, al crecimiento de la economía y ha generado la inestabilidad bancaria en el periodo 1988-2001, esto debido a que la política económica necesaria para atraer capitales (contracción del gasto, monetaria y apreciación cambiaria) ha reducido las exportaciones con un mayor componente nacional, la competitividad de la industria nacional, el mercado interno, las ganancias y el PIB.

En este sentido, ante la menor producción y generación de divisas la economía mexicana se ha hecho más dependiente de los recursos externos, por lo que las autoridades económicas amplían y profundizan la liberalización financiera y con ello el menor crecimiento económico.

De tal forma, en el capítulo 1 se analiza como la crisis de la deuda y posterior recesión económica a 1982 no sólo fue funcional para reembolso de dicha deuda, sino además para el establecimiento de la política económica necesaria para la mayor estabilidad y rentabilidad del capital financiero, con lo cual el país no sólo pierde su política económica para el crecimiento, sino además la autonomía.

En el capítulo 2 se analiza cómo la liberalización financiera tiene efectos negativos sobre el sector público, el ahorro y la inversión de la economía en su conjunto, ya que a pesar de los cuantiosos recursos externos que recibió la economía mexicana, los únicos sector beneficiado por la política económica fueron el sector financiero-especulativo, algunas empresas grandes y no el resto de la economía nacional.

El capítulo 3 analiza los factores que originaron la devaluación de diciembre de 1994, así como la política económica que encaró la crisis económica y sus posteriores efectos sobre los sectores productivos, financieros, la cartera vencida y capacidad de pago de la economía.



En el último capítulo se trata de demostrar que la llamada "libre flotación" del tipo de cambio a partir de 1996 no ha sido tan libre como mencionan las autoridades del Banco de México, esto ya que las autoridades intervienen de diferentes formas en el mercado cambiario para evitar expectativas devaluatorias, depreciación del capital financiero y salida de capitales. Por lo tanto, esta paridad cambiaria apreciada se ha traducido en cuantiosos costos para las finanzas públicas.

También, bajo este punto se analiza los efectos de esta paridad cambiaria sobre el crédito interno, la cartera vencida y concretamente sobre los pasivos del FOBAPROA (hoy IPAB). Además, se analiza la relación que existe entre esta paridad cambiaria apreciada, el desarrollo de las exportaciones, la estructura productiva desequilibrada (dependiente del exterior) y el crecimiento económico.

Sin duda, los efectos que tiene la liberalización financiera sobre el crecimiento económico son múltiples, por lo que a riesgo de caer en generalizaciones aquí sólo se trató de manejar las variables que directamente impactan sobre las finanzas públicas, las empresas nacionales, las exportaciones y el sistema bancario.

## **Capítulo 1**

### **Antecedentes de la Liberalización Financiera, México y las Políticas de Ajuste (1982-1988)**

#### **1.1. La economía mexicana ante los shocks externos**

Hacia finales de los años setenta y principios de los ochenta, la economía mexicana dependía en forma creciente de los créditos externos, los cuales le permitían financiar las importaciones, el déficit del sector público y el crecimiento económico más allá de sus posibilidades internas, lo cual generó un gran endeudamiento externo. Dicho endeudamiento pasó de ser alrededor de 6 mil millones de dólares en 1970, a 89 mil millones de dólares en 1982 (ver cuadro 3. A. y 18 del anexo).

En 1982, como resultado de la caída del precio internacional del petróleo y el alza de la tasa de interés norteamericana, provocaron que las expectativas favorables bajo las cuales se había flexibilizado el crédito a la economía mexicana desaparecieran, llevando a una contracción del crédito externo y a una incapacidad de pagos de la economía mexicana (fiscal y de balanza de pagos). En este contexto, el gobierno tuvo que instrumentar un programa de ajuste interno y externo para evitar la moratoria y generar el reembolso de la deuda externa.

En efecto, para hacer frente a los pagos externos y reducir el monto del endeudamiento externo, el Estado restringió su gasto, incrementó los impuestos y los precios de los bienes públicos con el fin de elevar la capacidad recaudatoria. Pero también se redujo el gasto público para desestimular el crecimiento económico y así el de las importaciones, además se contrajeron los salarios para disminuir el consumo importado y se depreció el tipo de cambio para restringir aún más las importaciones, incrementar las exportaciones y generar de esta forma un superávit de cuenta corriente con el cual poder hacer frente a la deuda externa. Sin embargo, el ahorro forzoso generado a través de la contracción de la economía vía reducción del gasto público y devaluación de la moneda, terminó por generar un contexto recesivo-inflacionario-devaluatorio, contexto que fue agravado por el alza de la tasa de interés real interna, la cual se incrementó con el sentido de hacer atractivo la estancia de los capitales y evitar de esta forma su salida.

Así, el alza de la tasa de interés real interna, la política cambiaria activa y la inflación desatada por ésta última y por los problemas del aparato productivo, acabaron por generar un contexto recesivo-inflacionario, mismo que afectó las finanzas públicas y su deuda externa e interna (como veremos más adelante el déficit económico se incrementó aún a pesar del superávit primario obtenido por la disminución de la inversión pública), así como la del sector privado nacional, esto ya que el PIB en todo el periodo de 1983-1988 sólo alcanzó un crecimiento de 0.1% anual, la inflación presentó una tasa promedio anual de 95% en el

periodo 1982-1987, situación que endurecía la política contraccionista (fiscal y monetaria) por parte del sector público, el cual veía disminuidos sus ingresos tanto por el alza de la inflación y la devaluación (lo que llevaba a un incremento de su deuda externa), como porque ante el freno de los créditos externos el gobierno tuvo que recurrir al financiamiento interno a tasas de interés cada vez más altas, también porque el Estado asumió gran parte de la deuda externa privada.

Ante esta situación de incapacidad de pago, el Estado mexicana llevó con su política de ajuste ortodoxo de contracción del gasto, de ajuste de precios y tarifas del sector público, de política monetaria restrictiva (tasas de interés positivas altas con el fin de atraer y retener el capital) y de política cambiaria subvaluada (con deslizamientos del peso frente al dólar superiores al nivel de inflación) a la generación de un superávit de comercio exterior en el periodo 1983-1987. Sin embargo, el superávit de comercio exterior y el reembolso de la deuda externa exigían que año con año se contrajera la inversión por parte del gobierno (véase cuadro 1), que se incrementara la tasa de interés interna y que se devaluara el peso. Situación que originó una inestabilidad monetaria, el mantenimiento del déficit público (explicado principalmente por el déficit financiero) y la recesión económica a lo largo de todo el sexenio.

Además, a pesar de los esfuerzos de la política de ajuste por reducir el monto de la deuda externa a través de la contracción de la economía y de las importaciones, no consiguió su objetivo (ver cuadro 3. A del anexo), lo que llevó al gobierno mexicano a constantes renegociaciones de la deuda externa principalmente a través de la mediación del FMI en 1983, 1984, 1986 y 1987. Hecho que implicó un giro radical en la estrategia económica que se venía implementado desde mediados de los años cuarenta, para pasar a un modelo de orientación de mercado estructurado en base a la liberalización comercial y financiera, de políticas fiscales y monetarias contraccionistas, de flexibilización de la política de inversión extranjera y de déficit de cuenta corriente creciente.

### **1.1.2 Características del déficit público y el cambio de patrón de financiamiento de la economía**

La suspensión de los créditos externos que recibía la economía mexicana hasta antes de 1982, imposibilitaron continuar financiando por esta vía el déficit público y de balanza de pagos, situación que obligó a la economía a generar un superávit comercial a través de la contracción de la economía y con la devaluación de la moneda para así hacer frente al pago externo, en el caso de las finanzas públicas el ajuste se buscó a través de la contracción del gasto público, por un financiamiento del déficit público a través del mercado interno y por la privatización de las empresas pequeñas del Estado.

Sin embargo, estos esfuerzos fracasaron en primer lugar debido a que la política devaluatoria que fue necesaria para conseguir el superávit comercial

incrementaba el valor de la deuda externa (pública y privada en términos de pesos), lo que obligaba a constantes renegociaciones de la misma, en el caso de las finanzas públicas la mayor demanda por crédito interno presionó sobre la tasa de interés, lo que incrementaba aún más el déficit público, acentuaba la política contraccionista del gasto público y aceleraba la venta de empresas paraestatales para así hacer frente al endeudamiento interno (de 1, 155 empresas del Estado a inicios del sexenio, para mediados de 1986 sólo quedaban 697).

De esta forma, la contracción del gasto público afectó principalmente al gasto en inversión (la inversión bruta fija en relación al PIB pasó de 26.4% en 1981 al 18.4% en 1987) y al crecimiento económico, y en menor medida al pago de intereses, donde la mayor parte de los intereses de la deuda pública correspondió a la deuda interna (ver cuadro 1). Esto fue resultado de que el gobierno federal haya recurrido cada vez más al financiamiento a través del mercado bursátil mediante la emisión de CETES, debido a que se consideraba que el financiamiento a través de la expansión monetaria resultaría en presiones inflacionarias.

Cuadro 1  
Finanzas Públicas  
(porcentaje del PIB)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Gasto público excluyendo intereses	36.3	28.6	27.4	27.7	28.3	25.2
Inversión Bruta Fija	23.0	17.5	17.9	19.1	19.5	18.4
Intereses Totales	8.2	12.4	11.9	11.5	16.5	19.8
Intereses en moneda extranjera	3.3	4.6	3.9	3.7	4.4	4.4
Intereses en moneda nacional	4.9	7.7	8.0	7.8	12.1	15.4
Balance primario	-7.3	4.2	4.8	3.4	2.1	5.4
Déficit Público	15.4	8.1	7.1	8	14.5	14.3

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos*.

Así, la mayor parte del déficit público correspondió al pago de intereses que crecía año tras año y en menor medida al gasto de inversión (ver cuadro 1), lo que aunado a las constantes devaluaciones presionaba a las finanzas públicas. Por más que el Estado contraía su gasto público, éste sólo consiguió un superávit primario, dejando de lado la inversión en infraestructura y en sectores estratégicos necesarios para el crecimiento, que en consecuencia restó elementos al Estado para salir de la crisis. Así aún a pesar del menor gasto público el déficit público continuó, lo que manifestaba las presiones del alza de la tasa de interés interna y la devaluación sobre las finanzas públicas.

Como vemos, la forma como se llevó a cabo el ajuste de las finanzas públicas no era compatible con el ajuste del sector externo (superávit

comercial), lo que terminó generando un contexto recesivo-inflacionario-devaluatorio y un proceso de indización de precios, hechos que afectaron las expectativas empresariales y con ello las decisiones de inversión productiva, prefiriendo la iniciativa privada invertir en el financiamiento del déficit público, lo cual reportaba altas ganancias ante la escasez de recursos financieros internos, así como en la esfera financiera-especulativa nacional. En efecto, las únicas actividades capaces de rendir ganancias por arriba de la inflación fueron la inversión en CETES y en la bolsa de valores, los cuales concentraron un porcentaje mayor del producto y del ahorro.

Así, mientras que en diciembre de 1980 el 96% del ahorro era captado por el sistema bancario y el 4% restante por la bolsa, para octubre de 1987 sólo el 72% era captado por el sistema bancario y el 28% restante por la bolsa. Lo anterior debido a que los valores gubernamentales pasaron a desempeñar un doble papel, como instrumento *principal de financiamiento* del sector público y como estrategia para desarrollar y consolidar una economía de mercados financieros en manos de la iniciativa privada (Guillén, H. 1990:89). Es decir, el boom de la bolsa de valores de 1985, 1986 y 1987 era explicado en gran medida por la utilización de los CETES en la mayoría de las operaciones bursátiles, los cuales eran utilizados por su alta rentabilidad y seguridad que ofrecía el gobierno federal, así gran parte del ahorro nacional fue orientado hacia la bolsa de valores en búsqueda de altas y seguras ganancias, lo que terminó generando un auge espectacular de las acciones cotizadas en bolsa (ver cuadro 2)<sup>1</sup>.

Cuadro 2  
Bolsa de Valores

	1984	1985	1986	1987
(1) Participación de nuevas emisiones de la bolsa de Valores sobre el total	0.06	0.13	0.11	0.15
(2) Crecimiento % anual del principal índice accionario	157	72	256	683
(3) Crecimiento % del PIB	3.6	2.6	-3.8	1.9

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos* y Guillén Romo 1990.

Finalmente, dicho auge especulativo mostró su temporalidad al no estar basado en condiciones productivas y financieras endógenas. Por lo que para el mes de noviembre de 1987 la bolsa se desplomó en 50% con respecto al mes

<sup>1</sup> Nos menciona Guillén Romo (1990), que el particular y notorio boom de la bolsa de valores en los primeros meses de 1987, se debió a la colocación de nuevos instrumentos de participación en el capital de la banca nacionalizada (los CAPS). Dichos instrumentos fueron colocados a precios fuertemente subvaluados que permitieron ganancias fabulosas en cuestión de días.

anterior, lo que llevó a una devaluación de la moneda ante las presiones ejercidas por la fuga de capitales que buscaban evitar la desvalorización del capital, al incremento de la inflación (159.2%) y al mayor peso de pago de intereses en el PIB, derivado del incremento del rendimiento de los CETES para evitar una mayor salida de capitales (ver cuadro 1). Situación que incrementaba la descapitalización del Estado, contraía más el gasto y aceleraba la desincorporación de las empresas estatales, para así hacer frente al endeudamiento interno y externo.

Ahora bien, el crack financiero de 1987 y el bajo crecimiento económico de todo el sexenio, mostraron el fracaso de las políticas de ajuste para desarrollar un mecanismo de financiamiento interno acorde a las leyes del mercado y en detrimento de la participación del Estado en la economía como promotor del crecimiento, dicho mecanismo de financiamiento impedía flexibilizar el crédito y la inversión ya que privilegiaba la alta liquidez en el sistema financiero nacional. incrementaba el déficit público por concepto del pago de intereses, frenaba la inversión, el crecimiento económico y con ello las posibilidades del pago de la deuda externa.

## **1.2 Contexto internacional que da lugar a liberalización financiera y la política económica seguida.**

### **1.2.1 Liberalización financiera a nivel internacional**

El exceso de liquidez en el ámbito internacional (eurodólares), la cual fue agudizada después del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods, permitieron a la banca privada transnacional expandir el monto de créditos hacia México y otros países en desarrollo. Situación que terminaría en 1982 con la caída del precio internacional del petróleo y con la política del dólar fuerte establecida por los Estados Unidos (alza de la tasa de interés internacional) como respuesta a sus problemas productivos internos y sobre todo por la desvalorización de su moneda como reserva de valor internacional (véase Mántey, G. 1989 y cuadro 4 del Anexo). Por lo que se transformó radicalmente la estructura financiera internacional existente hasta los años setenta, la cual había posibilitado que grandes cantidades de capital fluyeran a las economías en vías de industrialización. Ahora, ante esta nueva situación, el papel jugado por el sistema monetario internacional se tornó contrario a los intereses del mundo en desarrollo y en favor de la estrategia de los acreedores, es decir de la banca internacional y especialmente de los bancos norteamericanos.

Es de esta forma, como la economía norteamericana logró a mediados de los años ochenta, atraer un volumen creciente de capitales a su mercado interno con el fortalecimiento del dólar, las altas tasas de interés, la nueva política fiscal del gobierno de Reagan (disminución del impuesto sobre la renta, lo cual favoreció la atracción de capitales, ya que funcionaba como un paraíso fiscal) y por el retorno de capitales de las filiales de las multinacionales.

Financiando de ésta forma los alto déficit's gemelos (fiscal y comercial) de su economía (véase Guillén, Héctor 1990 y Correa, Eugenia 1992). Iniciándose así para América Latina y otras partes del mundo, el periodo de *subliquidez mundial* de dólares.

En efecto, en vez de proporcionar capitales, Estados Unidos los absorbe marginando de esta forma el acceso al mercado financiero internacional a los países subdesarrollados y al mismo tiempo sufriendo éstos por la evolución de la tasa de interés internacional ya que incrementa la carga de su deuda externa (ver cuadro 3). Se asiste así a una inversión de los flujos: Estados Unidos emitía capitales; ahora se vuelve demandante; los países subdesarrollados eran demandantes de capitales, y ahora pasan a ser emisores de los mismos. Presionados a su vez estos últimos por el aumento de la tasa de interés de la deuda, la restricción de importaciones y aumento de las exportaciones, deteriorándose cada vez más sus términos de intercambio.

Cuadro 3  
Sector externo y crecimiento  
norteamericano 1983-1989

	1983	1985	1987	1989
Cuenta de Capitales <i>a</i>	160	160	365	340
Cuenta Corriente <i>b</i>	-1.2	-3.0	-3.4	-1.8
Déficit fiscal <i>b</i>	5.8	5.0	3.1	2.6
Crecimiento económico	4.3	3.8	3.4	3.5

Fuente: FMI

a.- Mil Millones de dólares

b.- (%) del PIB

Ahora bien, los cambios ocurridos en el *circuito del dólar* ha afectado de diferentes formas a la economía internacional. A mediados de los años ochenta todo indicaba que la economía norteamericana estaba perdiendo fuerza (financiera y comercial) ante sus principales socios Alemania y Japón. Sin embargo los Estados Unidos, al mantener una política monetaria dura y forzar la sobrevaluación del dólar, logró atraer un sin fin de capitales de todo el mundo, financiar sus déficit's crecientes y reestructurar su economía y su crecimiento (ver cuadro 3), en este sentido nos señala la profesora Concepción Tavares (1997) que "entre 1982 y 1984 los Estados Unidos lograron doblar su déficit comercial en cada año, lo que, conjuntamente con la percepción de intereses, le permitió absorber transferencias reales de ahorro del resto del mundo, que sólo en 1983 totalizaron 100 000 millones de dólares y en 1984 seguramente sobrepasaron los 150 000 millones. Por otro lado, sus relaciones de intercambio mejoraron y sus costos internos bajaron, ya que las

importaciones que efectúan son las mejores y las más baratas de todo el mundo. Así, sin hacer ningún esfuerzo intensivo de ahorro e inversión, sin tocar su infraestructura energética, sin tocar su agricultura ni su vieja industria pesada, los Estados Unidos están modernizando su industria de punta con equipos baratos del tipo más avanzado y con el capital de riesgo del Japón, de Alemania occidental y del resto de Europa y del mundo. Impulsando de esta forma, una nueva división internacional del trabajo y el control del sistema bancario privado internacional" (Tavares, C. 1997:71)<sup>2</sup>.

Es así, como los Estados Unidos lograron absorber la liquidez mundial existente a favor suyo, logrando financiar la expansión del gasto público, el consumo y la inversión, a costa de afectar la dinámica de crecimiento de los países europeos, latinoamericanos y del Japón. Ante dichas circunstancias, tal economía se enfocó a impulsar políticas de liberalización comercial y financieras en el ámbito internacional con el propósito de seguir obteniendo fuentes de financiamiento baratas y para ampliar el área de influencia de sus empresas transnacionales (Huerta, A. 1998:5).

Además, organismos financieros internacionales tales como el FMI y el Banco Mundial (1989), han señalado también la conveniencia de liberalizar los mercados financieros y de mercancías con el sentido de incrementar el comercio, la inversión y la magnitud del mercado. En el caso de los sistemas financieros, se señala que una mayor apertura financiera acompañada de políticas monetarias y fiscales "sanas", podría incrementar la magnitud de los fondos prestables, la inversión y el crecimiento.

De esta forma, desde mediados de los años ochenta las principales economías del mundo tendieron a una mayor desregulación de sus sistemas financieras (tendencia similar que un poco más tarde adoptarían otros países del tercer mundo), lo que ha conducido al robustecimiento e integración de los mercados de capital, lo cual ha facilitado el libre movimiento de capitales hacia aquellos mercados de bienes, de capital o de divisas más rentables y atractivos para el capital internacional<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Según menciona la profesora Conceicao Tavares en los años ochenta los Estados Unidos realizaron grandes inversiones en industrias de punta que no requiere un período de maduración muy prolongado y cuya tasa prevista de rentabilidad es muy superior a la de interés nominal. Proceso que favoreció la competitividad norteamericana y que marcó así, el inicio de un nuevo esquema de comercio internacional.

<sup>3</sup> La liberalización financiera no fue un hecho generalizado específicamente a mitad de los años ochenta, Eatwell y Taylor (2000) nos mencionan que en 1974 los Estados Unidos, Canadá y Alemania abolieron todas las restricciones a la movilidad del capital, Suiza en 1973, Gran Bretaña desechó todos los controles en 1979, Japón en 1980, Francia e Italia en 1990, y España y Portugal en 1992. Sin embargo, es a mediados de los años ochenta cuando un gran volumen de capitales tiene una mayor movilidad sobre el sistema financiero internacional, explicado principalmente por una mayor variedad de instrumentos financieros, entre los que destacan los bonos públicos.

Entre las principales medidas que han tomado los países para desregular sus sistemas financieros consisten en:

- i) Liberalizar la tasa de interés
- ii) Liberalizar el mercado de capitales
- iii) Eliminación de las restricciones a la movilidad del capital
- iv) Mantener la libre convertibilidad de la moneda
- v) Eliminar los controles cuantitativos a la expansión del crédito
- vi) Creación de nuevos mecanismos financieros

Esta liberalización financiera ha posibilitado una mayor movilidad e integración de los mercados financieros a nivel mundial, provocando una mayor competencia bancaria y financiera para así captar mayores recursos, los cuales son atraídos por el diferencial de tasas de intereses, las paridades cambiarias (estables) y por los rendimientos ofrecidos en los mercados financieros, creando de esta forma un mercado creciente para los intermediarios financieros más desarrollados los cuales pudieron diversificar sus portafolios de manera más rentable, reducir el riesgo y disminuir los costos de transacción de dicho capital.

Esto es así, ya que la venta y compra de activos financieros a través de fronteras aumentó de menos del 10 por ciento del PIB en 1980 en Estados Unidos, Alemania y Japón, a 135, 170 y 80 por ciento en 1993 respectivamente. Asimismo, el comercio promedio diario en el mercado de cambios global ha aumentado de 15 billones en 1973 a 880 billones en 1992 y sobre 1,300 billones en 1995. En cuanto a la flujos de inversión extranjera directa, éstos se duplicaron en la primera mitad de los ochenta (50 billones de dólares anuales) en comparación con la década de los setenta (que era 27.5), y en la segunda mitad de los años ochenta llegaron a los 166 billones anual, más de tres veces con relación a la primera mitad de la misma; y en la primera mitad de los noventa, dichos flujos fueron de 318 billones de dólares anuales, el doble de la primera mitad de los ochenta, donde la mayor parte de dicha inversión se canaliza hacia el sector servicios (UNCTAD, 1997: 70) <sup>4</sup>.

Como vemos, a raíz de la liberalización financiera el mayor flujo de capitales corresponde a la esfera financiera y en menor medida a la inversión directa, situación contraria a lo que sucedía hasta antes de los años setenta donde el capital productivo comandaba el proceso de internacionalización del capital. Ahora ante la gran interconexión de los mercados financieros y sus repercusiones sobre las tasas de interés y los mercados cambiarios, las políticas económicas han tenido que adecuarse para garantizar la estabilidad, confianza y rentabilidad que exige el capital financiero internacional de ahí que dicho capital prefiera las economías con bajo déficit fiscal y estabilidad monetaria-cambiaría suficientemente confiables que eviten la desvalorización del capital financiero ubicado en cada país. Así, ante el nuevo proceso de

---

<sup>4</sup> Tomado de A. Huerta (1998:8).

liberalización económica que comanda el capital financiero internacional, se hace necesarias la instrumentación de políticas contraccionistas (fiscal y monetaria) para evitar presiones sobre precios y sobre el sector externo y con esto evitar acciones especulativas que desestabilicen los mercados financieros y cambiarios, lo que finalmente ha llevado a la homologación de la política económica en prácticamente todo el mundo.

De esta forma, los países con necesidad de capital externo han tenido que abandonar la política económica activa (política fiscal, monetaria y cambiaria) necesaria para el crecimiento, lo que ha provocado que disminuya el campo de acción del Estado sobre la economía, lo que al mismo tiempo se ha traducido en una mayor injerencia del sector privado nacional y extranjero sobre la economía y en las decisiones de política económica. Al respecto, Eatwell y Taylor sostienen que la dirección y control de los mercados financieros están gobernadas por la *opinión promedio* de los inversionistas, sobre el *grado* de efecto que tendrá el uso de la política fiscal o monetaria sobre la estabilidad del tipo de cambio, es decir, no necesariamente se toman decisiones sobre lo que realmente sucederá, sino lo que la *opinión promedio* crea que sucederá, lo que finalmente lleva a la economías a estar gobernada por slogans —un largo déficit fiscal conduce a altas tasas de interés, un incremento en la oferta monetaria resulta en alta inflación, el gasto público es malo ya que disminuye el desempleo seguido de una acelerada inflación— (ver Eatwell y Taylor 2000: 12).

Y es que la teoría económica bajo la cual se fundamentan los procesos de liberalización financiera, señalan que de existir déficit en las finanzas públicas, el financiamiento de éste provocaría una mayor competencia por créditos de largo plazo (*crowding out*), limitando así la disponibilidad de prestamos lo cual atentaría contra las inversiones de alta rentabilidad, esto en el mejor de los casos, ya que si el gobierno decide financiar su déficit a través de la expansión monetaria<sup>5</sup>, esto llevaría a presiones inflacionarias, lo cual mantendría tasas de interés reales negativas y una moneda sobrevaluada, atentando así contra los depósitos bancarios e incrementado la fuga de capitales, disminuyendo así el ahorro, la inversión y el crecimiento, provocando de esta forma una fragmentación del mercado de capitales<sup>6</sup>.

En el marco original de Mckinnon (1974), la fragmentación de los mercados financieros conduce a una asignación subóptima del capital, lo que impacta de manera negativa el crecimiento económico. Este fenómeno es agravado por la llamada "represión financiera", fenómeno muy singular de las economías en vías de industrialización o en desarrollo, factores que impiden la captación y

---

<sup>5</sup> Se menciona que el control de las variables tales como la tasa de interés y el sistema bancario con el fin de proporcionar créditos baratos, distorsiona la asignación de recursos, limita la disponibilidad de préstamos y atenta contra las inversiones de alta rentabilidad a favor de las de baja rentabilidad.

<sup>6</sup> Por fragmentación se entiende una situación donde existen diferentes precios para un sólo producto en la economía.

movilización del ahorro y ello provoca la escasez de recursos necesarios para que las empresas financien su capital de trabajo y las inversiones productivas. Así que una "buena política en el mercado interno de capitales es fundamental para la *liberalización generalizada* y acabar así con las intervenciones públicas imprudentes"<sup>7</sup>.

Así, según este enfoque, es necesario que se estimule un mercado financiero sólido, es decir, que sea el mercado el que asigne los recursos para poder captar recursos internos y externos que favorezcan créditos sanos y no se recurra al endeudamiento público vía emisión monetaria, el cual genera inflación. Así que la solución se dará mejorando el proceso de intermediación financiera a través de *incrementos en la tasa de interés real* (tasa de interés de equilibrio que iguale oferta y demanda sin la intervención del Estado), estimulando de esta forma el ahorro, los depósitos bancarios y las inversiones altamente rentables (de alta productividad tecnológica y económica), y en detrimento de las inversiones con bajas tasas de retorno. Entonces en este esquema, la solución es:

$\uparrow$  Tasa de Interés Real  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Ahorro  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Inversión  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Crecimiento Económico

En la práctica, la implantación de dicho esquema de altas tasas de interés reales y finanzas públicas sanas en un contexto de gran liquidez internacional y eliminación de las restricciones a la expansión del crédito, llevó a las economías emergentes de América Latina y del sudeste de Asia en los años noventa a una rápida apreciación cambiaria de sus monedas y desequilibrios de su comercio exterior, derivado de un boom en la entrada de capital externo hacia estos países debido al mayor incentivo que tuvieron los intermediarios bancarios para fondearse en el exterior, esquivando los altos costos de captación de recursos internos que la política monetaria restrictiva les imponía, así como por el atractivo que representaban las altas tasas de interés reales para los inversionistas externos (véase Mántey, G. 2000).

Finalmente, como veremos el principal problema de la estrategia de la liberalización financiera radica en que no considera los impactos del alza de la tasa de interés real sobre la inversión productiva, los costos financieros, el financiamiento de las finanzas públicas y los movimientos del tipo de cambio real (apreciación cambiaria). Lo que ha terminado con un déficit de cuenta corriente creciente, con un mercado interno más chico, con menores tasas de crecimiento del producto y una inestabilidad cambiaria asociada al menor crecimiento y al déficit del sector externo, así como con fuga de capitales, devaluación de la moneda, crisis financiera y bancaria en México (1994-1995). Mostrando de tal forma que la mayor parte de las bondades que señalan las tesis de la liberalización financiera sobre el crecimiento económico sano y la estabilidad no se han cumplido en la práctica.

<sup>7</sup> Mckinnon, Ronald I. (1974) *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico* Ed. Cemla.

## 1.2.2 Liberalización financiera en México

Ante la transferencia de recursos financieros de México a los acreedores internacionales; la baja capacidad productiva endógena manifestada a través de bajas tasas de crecimiento y altas tasas de inflación provocadas por la devaluación de la moneda y la caída del PIB con el fin de generar un superávit de comercio exterior y así obtener el pago de la deuda externa; el fracaso por constituir un mercado interno sólido de capitales dirigido por la iniciativa privada y como nos menciona G. Mántey (1989) "las constantes presiones por parte de el FMI y el BM a través de la negociación de la deuda externa de que México aplicara reformas estructurales de orientación de mercado" (Mántey, G. 1989:119), obligaron a las autoridades mexicanas a abrir la cuenta de capitales y establecer políticas de liberalización financiera con el sentido de atraer capitales, dejar a una lado la generación de un ahorro forzoso, la devaluación de la moneda y la caída del PIB

En efecto, dado el carácter contradictorio de las políticas de ajuste externo del periodo 1982-1987 entre la interdependencia de la política cambiaria e intereses y su impacto sobre el déficit operacional del sector público, la nueva política económica que pasó a predominar fue la de mayor apertura comercial, primero a través de la incorporación de México al GATT en 1986 y desde diciembre de 1987 con las políticas del pacto y estabilidad cambiaria nominal se orientó a ampliar y profundizar el proceso de liberalización comercial con el objetivo de atraer capitales externos y reestructurar así la economía para la competencia externa. Además, el gobierno instrumentó el saneamiento de las finanzas públicas en el marco de los pactos económicos, la privatización de las empresas estatales y con una reforma financiera con el sentido de acabar con la llamada "represión financiera" e incrementar así la inversión nacional y extranjera.

Como vemos, antes de proceder a la liberalización financiera el gobierno procedió a la estabilización de las variables clave de la economía, a través de la disciplina fiscal, la estabilidad monetaria-cambiaria y la reducción de la inflación con el fin de garantizar la confianza y rentabilidad del capital financiero y evitar así acciones especulativas que desestabilizarán el tipo de cambio y con ello el flujo de capitales necesario para cubrir el déficit de cuenta corriente generado por la apertura externa. Esta situación se consiguió a través de diferentes pasos, entre las cuales destacan los siguientes:

### *Ajuste de las finanzas públicas:*

El ajuste de las finanzas públicas no se logró en el periodo 1982-1987, debido principalmente al uso activo de la política cambiaria (devaluatoria) y al alza de la tasa de interés, las cuales incrementaban el peso de la deuda externa y alimentaban las presiones inflacionarias, por lo cual se tuvieron que buscar nuevos mecanismos que garantizaran la estabilidad del tipo de cambio.

- Primero, en el periodo 1982-1987 el gobierno procedió a la venta de empresas públicas pequeñas y a la reducción del gasto público (para reducir el monto de la deuda externa), sin embargo, el déficit se mantuvo debido a la continuación de la devaluación de la moneda, al alza de la tasa de interés y de la inflación. Lo que llevó a la venta de grandes empresas en el periodo 1988-1994, por las cual se obtuvieron ingresos de alrededor de 25 000 millones de dólares, también en ese mismo periodo se mantuvo restringido el gasto público en alrededor de 16.4% del PIB. Del lado de los ingresos, el Estado desindexó los precios del sector público y desarrolló una reforma tributaria que le permitió ampliar la base tributaria. Sin embargo, fue el ajuste patrimonial a través de las empresas públicas lo que permitió el saneamiento de las finanzas públicas, la reducción de la tasa de interés, la estabilidad del tipo de cambio, y de la inflación y en menor medida la política de ingresos del Estado.
- La renegociación de la deuda externa en el marco del plan Brady en 1989, le permitió al gobierno reducir la transferencia de recursos al exterior, debido a que redujo la tasa de interés (y de la inflación) y con ello el servicio de la deuda externa, ya que mientras en el periodo 1982 a 1989 el rubro de intereses de la balanza de pagos había promediado 7.09% en proporción al PIB, esta cifra se redujo al 2.62% para todo el periodo 1990 a 1994, disminuyendo así el riesgo asociado al país, lo cual modificó las expectativas de los inversionistas alentando así la repatriación de capitales y los flujos de capital externo (sobre todo a la bolsa de valores).
- Finalmente, a través de las medidas señaladas fue como se logró alcanzar momentáneamente el saneamiento de las finanzas públicas en 1991-1992 (ver cuadro 4), ya que a través de la venta de las empresas públicas fue como se disminuyó el nivel de endeudamiento externo. Además, la privatización de las empresas públicas dio mayores campos de acción a la iniciativa privada nacional y extranjera (carreteras, telecomunicaciones, servicios financieros, etc.) lo cual amplió el flujo de capitales externos al país por este concepto, sobre todo después de 1989, ampliando así las reservas internacionales lo que permitió la estabilización del tipo de cambio, la reducción de la inflación y para 1990 la tasa de interés (véase gráfica 1), disminuyendo de esta forma las presiones sobre las finanzas públicas y la inflación.

#### *Apertura comercial:*

Ante la falta de condiciones productivas y financieras internas para reducir la inflación, el gobierno se dio a la tarea de dismantelar la estructura arancelaria y de permisos previos de importaciones, primero en el marco del GATT (1986) y posteriormente en el del TLCAN (1993-1994), con lo cual el precio de los productos internos pasó a estar determinado por el precio de las importaciones, esto ya que la apreciación del tipo de cambio (este punto se verá en el capítulo 4) abarató los precios de los productos importados y desfavoreció el de los

productos internos. De tal forma, los productores nacionales se convirtieron en tomadores de precios, con lo cual se buscaba acabar con la ineficiencia atribuida a la excesiva protección y al sesgo anti-exportador que generaba. Sin embargo, esta medida acabó con un déficit de cuenta corriente creciente que era financiado con entrada de capitales de corto plazo, situación que incrementó la inestabilidad cambiaria y financiera.

- El gobierno trató de reducir el sesgo anti-exportador a través de la mayor apertura comercial, ya que se menciona que la apertura externa obligaría a la industria local a una mayor productividad de todos los factores. Situación difícil ante un esquema de protección del mercado, la cual obliga a que las exportaciones utilicen insumos nacionales con menores niveles de productividad y por lo tanto mayores costos sociales. Por lo tanto, se hace indispensable la liberalización comercial con el sentido de reestructurar la planta productiva, hacerla eficiente, más competitiva e incrementar así las exportaciones. De esta forma, se plantea una estrategia de apertura comercial que reduzca el precio relativo de los bienes importables con respecto a los exportables; y así se provocará una *transferencia de recursos al sector exportador*, lo que aumentará la rentabilidad y eficiencia de dicho sector.
- La aplicación de este esquema efectivamente contribuyó a la reducción de la inflación, al promediar ésta una tasa anual de 15.8% en el periodo 1989-1994 y al crecimiento de las exportaciones en 17.8% promedio anual, pero se cayó en una dependencia mayor de las importaciones, ya que éstas crecieron 22.5% promedio anual en el mismo periodo. Diferencia que como veremos generó un creciente déficit de la cuenta corriente, el rompimiento de cadenas productivas nacionales, el incremento del coeficiente importado de las exportaciones nacionales, la caída de la ganancias de las empresas nacionales y un mayor endeudamiento externo que incrementó la fragilidad financiero al momento de que desaparecieron las expectativas positivas sobre la economía a finales de 1994. Además de esto, la rápida apertura externa acompañada de un tipo de cambio semi-fijo favoreció a las importaciones debido a su menor costo derivado de la mayor productividad y menor inflación del principal socio comercial de México, atentando así contra la producción nacional, su dinámica de acumulación y el empleo, principalmente en el sector agrícola el cual estuvo semi-estancado en todo el periodo 1988-1994.

#### *Estabilidad cambiaria:*

- La política basada sobre un tipo de cambio fijo diseñó la lucha contra las presiones inflacionarias, durante 1988 el tipo de cambio permaneció en una relación fija con respecto al dólar. A inicios de 1989, el régimen de tipo de cambio fijo fue remplazado por el denominado crawling peg (donde la tasa de devaluación se indiza a la inflación). Originalmente, el crawl fue fijado en

un peso por día (equivalente a la tasa de depreciación anual de 16%), en 1990 esta fue reducida a 80 centavos diarios (11% de depreciación anual) y, en 1991, el crawl fue fijado en 40 centavos diarios (depreciación de 5% anual). En Noviembre de 1991, el crawling peg fue reemplazado por una banda dentro de la cual el tipo de cambio se le permitió fluctuar. El techo de esta banda se ajustada diariamente en 0.0002 nuevos pesos (o veinte centavos de los viejos pesos). Este ajuste fue incrementado en Octubre de 1992 a 0.0004 nuevos pesos diariamente. Mientras el piso fue mantenido en 3.0512 nuevos pesos por dólar. El 20 de Diciembre de 1994 el techo de la banda fue incrementado en 15%, manteniendo el incremento (depreciación) diario de 0.0004 nuevos pesos. Esta política comprobó que era insostenible y fue abandonada dos días después cuando las autoridades Mexicanas fueron forzadas a adoptar un régimen de tipo de cambio flotante.

- Como vemos, el desesperado combate a la inflación llevó a las autoridades desde el inicio del programa de estabilización a que la depreciación del peso comenzara hacer menor que el ritmo inflacionario, lo que llevó a una mayor distorsión de los precios relativos, del empleo y del crecimiento del sector exportador, por si fuera poco, el amplio déficit de cuenta corriente y la gran entrada de capitales del periodo 1989-1994 mostraban una franca apreciación cambiaria, la cual fue funcional a la rentabilidad financiera y la disminución de la inflación, pero no para la competitividad nacional y a la larga tampoco para la rentabilidad de los activos denominados en moneda nacional. Además, la lucha contra la inflación afectó a los salarios, ya que estos crecían en menor proporción que el ritmo de la inflación, con lo cual se trató de hacer más atractiva la inversión en el país.

#### *Reforma financiera:*

Habiendo avanzado en los tres puntos anteriores, se planteó la desregulación total del sistema financiero mexicano, a través de la cual se planeaba que una mayor parte de la gran liquidez existente en el sistema financiero internacional se dirigiera al país y financiar así el proceso de estabilización, para lo cual se eliminaron las restricciones a la movilidad de capitales, se profundizó el proceso de privatización de empresas, se favoreció el desarrollo del mercado de capitales a través de una mayor diversidad y expansión de títulos del gobierno (Cetes, Ajustabonos, Bondes, Pagafes y Petrobonos), se mantuvieron altas tasas de interés de 1988 a 1990 y se ampliaron otras áreas de inversión y de valorización del capital financiero a través de los siguientes pasos:

- La liberalización del crédito y de las tasas de interés bancarias en 1989 (activas y pasivas).
- La eliminación de los cajones de asignación selectiva del crédito a las entidades productivas.
- La supresión de los encajes legales (o depósitos obligatorios de los bancos comerciales en el banco central, que sólo quedo en un coeficiente de liquidez del 30%, que en 1991 también sería abandonado).

- La apertura externa del sector financiero (mercado de valores) en sus dos vertientes; tanto para la inversión de extranjeros en el mercado bursátil y de renta fija (Cetes), como la inversión de mexicanos en el exterior principalmente a través de la banca.
- La reprivatización de los bancos en 1990, con lo cual se buscaba su modernización y recapitalización para afrontar así la competencia por los recursos y márgenes financieros ya que también se incrementó el número de intermediarios bancarios y no bancarios (casas de cambio, compañías de factoraje, aseguradoras, etc).
- Además, en 1989 se flexibilizó la ley de inversión extranjera con lo cual se amplió la gama de oportunidades de inversión en sectores antes prioritarios del Estado.

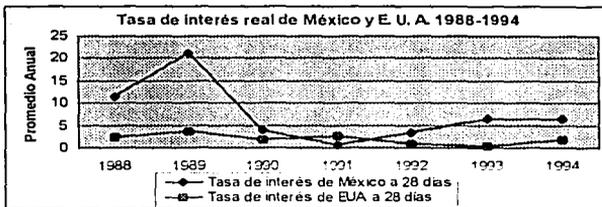
Dado el esquema anterior, y de acuerdo a las tesis de la liberalización financiera, se garantizaría un proceso de liberalización generalizada y eficiente de la economía bajo el supuesto de que el libre movimiento de las fuerzas del mercado generarían una distribución eficiente de los recursos con lo cual se podría obtener una mayor tasa de crecimiento económico. Así, de tal forma se liberalizó totalmente el sistema financiero nacional, con lo cual se pasó de un sistema de orientación y control del crédito a través del financiamiento del banco central al gobierno, a un sistema de financiamiento a través de operaciones de mercado abierto y dirigido por la iniciativa privada.

Planteado el esquema solo faltaba el alza de la tasa de interés nacional por arriba de la internacional, la cual se elevó con una gran diferencia desde 1989 a 1990 y de 1992 a 1994-1995 (ver gráfica 1), hecho que por sí sólo incrementó la rentabilidad de las acciones nacionales y extranjeras ubicadas en el país, lo cual provocó un flujo espectacular de capitales hacia México y otros países emergentes tanto por el alza de la tasa de interés, por los procesos de privatización de empresas, por el *boom* de la bolsa de valores, por la misma liberalización de la economía y sus signos de estabilización (tipo de cambio, inflación y déficit público); así como por la caída de la tasa de interés norteamericana y los síntomas de estancamiento económico que empezó a manifestar ésta desde 1990, sucesos que favorecieron a los inversionistas privados al endeudarse en el exterior debido a la baja tasa de interés internacional e invertir financieramente en el país a tasas de interés más altas, incrementándose aún más el flujo de capitales al país, los cuales destacan tanto por su magnitud como por su origen.

- El ingreso de capitales en México de 1990 a 1993 fue particularmente notorio. Vemos así que las entradas netas de capitales en México estuvieron ligeramente por encima de cero (promedio) de 1983 a 1990, pero llegaron a 8% del PIB en el periodo 1991-1993, proporción muy superior a la registrada en el periodo 1977-1981 (5% del PIB). Además dichas entradas de capitales en México representaron, asimismo, gran parte del total de las afluencias en la región, absorbiendo más de 50% de las entradas de capital en la región durante el periodo 1990-1993. También Argentina ha sido importantísima

receptora de capitales a comienzos de los años noventa, con más del 4% del PIB. De manera similar, Chile, Perú y hasta algunos de los países más pequeños, como Guatemala y Costa Rica, han recibido enormes entradas de capital a comienzos de este decenio (Griffith-Jones, 1997:159).

Gráfica 1



Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos*.

- Una segunda distinción de esta afluencia ha sido el cambio en la naturaleza de los inversionistas extranjeros. A diferencia de los inversionistas de los años setenta, los cuales en su gran mayoría eran bancos comerciales, en los noventa, la mayoría del financiamiento externo procedió de inversionistas institucionales (fondos de pensión, compañías de seguros, fondos mutualistas, etc.) y de inversión extranjera directa (IED). La gran afluencia de los primeros se explican por los altos rendimientos ofrecidos por la bolsa de valores los cuales se caracterizan a su vez por su alta volatilidad ante cualquier cambio en la tasa de interés o modificación del tipo de cambio nominal, y los segundos por lo general al bajo precio de la mano de obra (sobre todo con respecto al dólar al considerar casi media década de devaluaciones del peso).

A través de este mayor ahorro externo se pretendió superar la restricción de capital externo en el crecimiento económico, es decir, la teoría de la liberalización financiera señala que el problema del crecimiento es la falta de ahorro, de tal suerte que ante la liberalización de la cuenta de capitales y el gran ahorro externo captado se creyó que automáticamente el mayor ahorro externo se traduciría en inversión y crecimiento. Sin embargo, al desregular el sistema financiero dejaron de existir objetivos en materia de créditos hacia la esfera productiva y las tasas de interés fueron determinadas por las fuerzas del mercado y por los requerimientos de divisas, situación que imposibilitó que se dirigiera una mayor cantidad de créditos a bajas tasas de interés a la industria y a la agricultura, debido a las altas tasas de interés reales necesarias para seguir atrayendo capitales y así financiar el déficit de cuenta corriente generado por la apertura comercial y el tipo de cambio apreciado.

Básicamente la expansión que se dio del crédito de 1989-1993 fue posibilitado por el endeudamiento externo, el endeudamiento externo privado creció 41.3% promedio anual de 1989 a 1993 al pasar de 6, 368 millones de dólares a 50, 522 millones de dólares. Sin embargo, la mayor parte de esos créditos se dirigieron a la esfera financiera y en menor medida a la esfera productiva (ver cuadro 5 y 6 del anexo) ya que el sector financiero reportaba altas ganancias debido a las altas tasas de interés, la apreciación cambiaria y la especulación generada en la bolsa de valores, disminuyendo de esta forma el impacto del mayor ahorro externo sobre la inversión productiva y el crecimiento económico, situación que como veremos más adelante gestó la crisis bancaria y financiera del país en 1994-1995.

Por último, la liberalización de la tasa de interés no solo ha tenido efectos sobre el financiamiento de la economía, sino también sobre el costo de financiar el déficit público, el ahorro y la inversión privada, tal y como veremos a continuación.

### 1.3 Bibliografía

Correa, Eugenia 1992. Los mercados Financieros y la crisis en América Latina. Ed. Facultad de Economía UNAM.

Eatwell J. y Taylor L. 2000. Global Finance at Risk: The Case for International Regulation. The New Press, Nueva York.

Guillén Romo, Héctor. 1990. El Sexenio de Crecimiento Cero 1982-1988. Ed. Era.

Huerta González, Arturo. 1998. Causas de la crisis Asiática y Mexicana. Ed. Diana.

López, Julio. 1991. Teoría del Crecimiento y Economías Semiindustrializadas. Ed. Facultad de Economía UNAM.

Mántepe, Guadalupe. 1989. La Inequidad del Sistema Monetario Internacional. Ed. Facultad de Economía UNAM.

— y Noemí Levy Orlik. 2000. Desregulación Financiera en el Sudeste de Asia y en América Latina. Crisis Bancarias y Vulnerabilidad a los Programas del FMI. En de la desregulación financiera a la crisis cambiarias en América Latina y el sudeste asiático.

McKinnon, Ronald I. 1974. Dinero y Capital en el desarrollo económico. Ed. cema.

Stephany Griffith-Jones. 1997. Las Afluencias De Capital Internacional En La América Latina. En el nuevo modelo económico en la América Latina. Ed. Fondo de Cultura Económica.

Tavares, Maria da Conceicao. 1997. A retomada da hegemonia norteamericana. En Poder e dinheiro. Editora Vozes.

## **Capítulo 2**

### **Efectos de la Liberalización Financiera sobre el Financiamiento de la Economía (1988-1994).**

#### **2.1 Presiones Financieras sobre el Sector Público**

##### **2.1.1 Liberalización Financiera y Gasto Público**

Un objetivo central de la política de la desregulación económica es alcanzar el superávit de las finanzas públicas, a través de un menor gasto público y de la desincorporación de empresas públicas. De tal forma, el gobierno por un lado reduce su nivel de endeudamiento externo e interno y por el otro alienta las expectativas de los principales agentes económicos de mayores espacios de acumulación, favoreciendo así la repatriación e ingreso de capitales al país necesarios para el proceso de estabilización monetaria-cambiaría (inflación, tipo de cambio y finanzas públicas) y para favorecer la rentabilidad en términos de pesos al capital financiero.

De esta forma, cambia radicalmente el papel del Estado dado por la política de la desregulación económica, al pasar éste de dinamizador directo de la actividad económica a estabilizador de las variables macroeconómicas a través de políticas fiscales y monetarias contraccionistas y de la estabilización nominal del tipo de cambio. Sin embargo, en el caso de México la menor participación del Estado en la economía a través de una menor inversión pública no se tradujo en una mayor inversión productiva privada sobre el sector de bienes comerciables en el periodo 1988-1994 (este punto se verá más adelante), situación que llevó a ampliar los problemas de oferta así como el déficit de cuenta corriente de la economía, teniendo el Estado que frenar aún más su gasto de capital, además de aplicar una política monetaria restrictiva de altas tasas de interés con el sentido de alentar la entrada de capitales y frenar presiones sobre precios y sobre el tipo de cambio, afectando de esta forma a la inversión productiva.

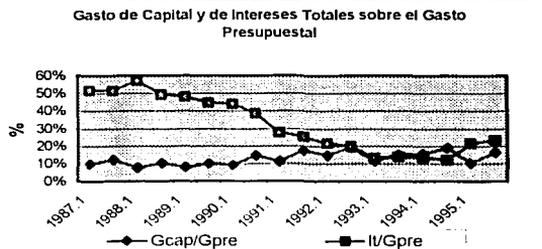
Entonces, tenemos que el Estado consigue el saneamiento de sus finanzas a través de la privatización de empresas públicas y la reducción del gasto público, así reduce su nivel de endeudamiento y favorece la entrada de capitales, esto le posibilita bajar la tasa de interés y disminuir las presiones sobre las finanzas públicas y la inflación. Sin embargo, margina la inversión en infraestructura, en sectores estratégicos y prioritarios como el desarrollo tecnológico, lo que profundiza la problemática estructural del sector externo, traduciéndose en un gran crecimiento de importaciones. Por lo tanto, el déficit externo es resultado de presiones de demanda del sector privado (sobre todo de bienes intermedios), de la insuficiente capacidad productiva interna y de la apreciación cambiaría, lo que ha llevado a que el crecimiento de las importaciones sea mayor que el de las exportaciones y del crecimiento de la economía, además de desarticular los encadenamientos productivos hacia atrás y hacia delante de diferentes industrias, lo que lleva a un mayor coeficiente

importado de la producción nacional y a una mayor necesidad de divisas para financiar el déficit externo.

De esta forma, el equilibrio del sector público se logra a costa de generar desequilibrios en el sector externo (el déficit de cuenta corriente promedio 5% del PIB de 1989 a 1994), es decir, a través de las privatizaciones de las empresas públicas el gobierno estimula la entrada de capitales y ésta afluencia de capitales a su vez incrementa la apreciación del tipo de cambio. Ahora bien, en este contexto de apreciación cambiaria y apertura comercial acelerada, la competitividad de las empresas nacionales se ve disminuida, las importaciones crecen en mayor medida que las exportaciones y se agudiza el desequilibrio del sector externo.

Por lo tanto, ante el mayor desequilibrio externo y con el fin de sanear las finanzas el gobierno no incrementa su gasto público. Esto se verifica al revisar el gasto de gobierno a PIB, el cual pasó de 26.4% a 15.5% de 1988 a 1994 (ver cuadro 18 del anexo). Además, dentro del gasto público el componente que se ha mantenido estancado ha sido el gasto de capital, mientras que en el caso del gasto de intereses totales aunque éste vino disminuyendo todo el periodo, continuó siendo el de mayor peso en el gasto total del gobierno, esto es así, ya que el gasto de capital en relación al gasto presupuestal promedio 13% para el periodo 1988-1994 y el gasto de intereses totales al gasto presupuestal promedio 30.5% para el mismo periodo (ver gráfica 2). Como vemos, en el modelo de liberalización económica cobra una mayor importancia el gasto en intereses en detrimento del gasto en capital, debido a la mayor exigencia de rendimientos del capital financiero para establecerse en el país. Estas cifras contrastan con el periodo de regulación financiera y comercial donde el gasto de capital en relación al gasto presupuestal promedio 20% en el periodo de 1978-1982 y el de intereses totales en relación al gasto presupuestal fue de 13% para el mismo periodo.

Gráfica 2



Fuente: Elaborado en base a datos de SHCP.

Entonces la mayor parte de los recursos son destinados a estabilizar las finanzas públicas y el resto de variables macroeconómicas, y no como antes para fines productivos, lo que ha llevado al Estado a contraer más su gasto primario (ver cuadro 18 del anexo) y con ello los recursos necesarios para el crecimiento de la inversión base del crecimiento sustentable y de largo plazo. El problema no es el saneamiento de las finanzas públicas en sí, sino la forma como se consigue que es a través de la contracción del gasto y de la venta de activos públicos (privatizaciones), lo cual si bien atrae capitales termina por apreciar el tipo de cambio, reduce la competitividad de las empresas nacionales e incrementa las importaciones por arriba del crecimiento de las exportaciones, se reducen las ganancias y se incrementan la inestabilidad financiera y cambiaría asociada al déficit de cuenta corriente creciente<sup>1</sup>.

### 2.1.2 Entrada de Capitales y Presiones sobre las Finanzas Públicas

Una condición *sine qua non* de la liberalización financiera es la estabilización nominal del tipo de cambio, a través de la cual se garantiza la rentabilidad de pesos por dólar al capital ubicado en la bolsa de valores y en los bonos públicos. Además, se evita por este concepto el incremento del servicio de la deuda externa, del déficit público, así como del proceso inflacionario.

En el caso de México, el gobierno logra la estabilización nominal de la moneda a través de la privatización de empresas y por una amplia reforma financiera que amplía las oportunidades de inversión del capital nacional e internacional, aunado a esto las expectativas generadas por la posible firma del TLC con Estados Unidos y Canadá posibilitó un gran flujo de capitales al país con lo cual se pudo estabilizar el tipo de cambio, reducir la inflación y la tasa de interés en 1990-1991.

Sin embargo, el creciente déficit de cuenta corriente generado por la acelerada apertura comercial y el tipo de cambio antiinflacionario llevaron a una necesidad creciente de divisas, lo que condujo a la acelerada privatización de activos públicos, lo cual aunado al *boom* de la bolsa de valores provocado a su vez por la misma privatización de empresas, posibilitaron un gran flujo de capitales con los cuales se pudo financiar el déficit de cuenta corriente. Empero, el mayor flujo de capitales externos tiene impactos sobre la liquidez interna, vía incremento de la oferta monetaria derivada de la monetización de los dólares por pesos. Ante este hecho, las autoridades económicas se ven en la necesidad de reducir la oferta monetaria vía operaciones de mercado abierto.

De tal forma, la autoridades económicas tiene que emitir una mayor cantidad de bonos públicos (CETES, TESOBONOS y demás valores públicos) para

---

<sup>1</sup> En este periodo el 60% del financiamiento del déficit de cuenta corriente estuvo a cargo de pasivos con el exterior, de los cuales más de la mitad eran pasivos de corto plazo (ver gráfica 10).

esterilizar la entrada de capitales y evitar así presiones sobre la base monetaria y los precios (ver cuadro 4), lo que a su vez permite garantizar la rentabilidad de pesos por dólar al capital financiero ubicado en el país.

Por lo tanto, los logros obtenidos por la reducción de la deuda interna a través de las privatizaciones de las empresas se ven revertidos por la mayor entrada de capitales, como vemos en el cuadro 4 el monto total de valores públicos (Cetes, Tesobonos, Ajustabonos, Pagafes y Bondes) es creciente desde 1988 hasta 1991, en 1992 y 1993 el monto se reduce marginalmente pero el rendimiento ofrecido es mucho mayor y para 1994 el monto rebasa todos los años anteriores acompañado de una tasa de interés real del 6.5%. Es así, como el déficit de cuenta corriente, la tasa de interés y la entrada de capitales presionan a las finanzas públicas y la paridad cambiaría antiinflacionaria (por el mayor endeudamiento).

Cuadro 4  
Indicadores de Finanzas Públicas

Concepto	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Circulación total de Valores Públicos <i>a</i>	43, 822	112, 267	147, 013	156, 886	130, 958	128, 431	167, 854
Tasa de interés real	11.4	21.1	3.8	0.4	3.4	6.4	6.5
Tesobonos / total de valores	0.0	0.002	0.0	0.006	0.007	0.029	0.546
Balance Primario <i>b</i>	7.1	7.4	6.8	7.8	7.1	2.4	2.1
Balance Económico <i>b</i>	-8.7	-4.5	-2.1	2.8	3.5	-0.2	-0.3

Fuente: Elaborado en base a datos de SHCP y Banco de México.

*a* Millones de pesos.

*b* (%) del PIB.

Además, el mayor endeudamiento representado por el déficit de cuenta corriente que genera este patrón de financiamiento del sector público termina con una menor entrada de capitales a la economía y con las expectativas de estabilización nominal del tipo de cambio, lo que obliga a incrementar el monto de bonos indexados al dólar para asegurar de esta forma la rentabilidad de dichos bonos ante cualquier cambio desfavorable de la paridad cambiaría antiinflacionaria. Así, los Cetes pasaron de ser el 94% del total de bonos del sector público en 1988 al 23% en 1994, mismo año que los Tesobonos pasaron a ser el 54.6% siendo que un año anterior eran tan solo el 3% del total, situación que señalaba las presiones devaluatorias derivadas del mayor endeudamiento y del déficit de cuenta corriente del 7% del PIB en 1994.

Cabe señalar que la mayor emisión de los bonos públicos no se destina a financiar un mayor gasto público, sino que está en función de la necesidad de divisas y para el control de la base monetaria, lo que finalmente resta impacto a

la mayor entrada de capitales externos sobre la economía en su conjunto, ya que el Estado no invierte lo suficiente para superar los rezagos estructurales que están detrás del déficit de cuenta corriente y la iniciativa privada invierte un porcentaje mayor en los bonos públicos debido al mayor rendimiento que proporciona la deuda del gobierno mexicano, lo que finalmente se traduce en mayores intereses y menor inversión para el crecimiento económico.

## **2.2 Liberalización Crediticia, Crecimiento y Estancamiento de la Economía**

### **2.2.1 El Crédito y la Recuperación Económica 1989-1992**

Como hemos señalado anteriormente, el saneamiento de las finanzas públicas es de vital importancia para el proceso de liberalización financiera, ya que se menciona que a través de una menor necesidad de requerimientos financieros del sector público se *supone* habrá mayores recursos para que el sector privado incremente el financiamiento productivo. En el caso de México, el equilibrio de las finanzas públicas por sí solo no fue capaz de incrementar la disponibilidad de créditos, si no que se debió a la gran entrada de capitales, derivada del mayor endeudamiento externo y al proceso de privatización de empresas públicas, la reducción del gasto y a la entrada de capital de corto plazo, lo que permitió hacer frente a la mayor demanda crediticia que se generaba ante las expectativas de rentabilidad y crecimiento.

En efecto, como habíamos mencionado más arriba, la entrada de capitales, las expectativas de crecimiento de la economía y la desaparición del encaje legal (éste se mantenía como mecanismo de respaldo de los depósitos y estaba a disposición del sector público), permitió al sector bancario comercial flexibilizar el crédito al sector privado, al crecer éste en 24.6% promedio anual de 1989 a 1994, contrastando con la disminución acumulada de 32.6% entre 1981 y 1988. A su vez, este mayor crédito fue favorecido por la menor demanda de él por parte del sector público, ya que en 1988 absorbió el 62.8% del total del financiamiento bancario y para 1992 este pasó a recibir sólo el 15.3% del total<sup>2</sup>.

Así, la liberalización del crédito y la reducción de la tasa de interés que se llevo a cabo de 1990 a 1992, permitieron incrementar el consumo y la inversión privada, teniendo estos indicadores una tasa anual de crecimiento del 3.8% y 9.1% respectivamente de 1988 a 1994, a través de lo cual se pudo recuperar brevemente la economía. Además, cabe señalar que dentro de este mayor

---

<sup>2</sup> Una de las causas de un mayor endeudamiento externo fue la existencia de una tasa de interés más baja en los mercados externos, incluido el estadounidense donde se realizan la mayor parte de las operaciones internacionales de México, así las empresas y los bancos se endeudaron crecientemente en el exterior para llevar adelante sus programas de reestructuración y expansión. La deuda externa del sector privado no financiero se incremento de 344.2% entre 1989 y 1994, al pasar de 4 969 millones de dólares a 22 074 millones de dólares, nivel este último superior al que existía en 1982 al estallar la crisis de la deuda externa (Guillén Romo, Arturo 2000).

crédito la mayor parte se concentró de modo notable en las grandes empresas y en las del sector servicios, por lo que las industrias medianas y pequeñas quedaron marginadas de este mayor crédito. También, la mayor parte de los créditos no fueron a la esfera productiva, sino a la esfera financiera-especulativa (ver cuadro 5, 6 del anexo y nota de pie de página número 4 de este capítulo).

De esta forma, la recuperación fue sostenida por la expansión del crédito y por el incremento del endeudamiento externo del sector privado, el cual fue posible por la abundancia de recursos en el mercado internacional, por la política de privatizaciones de las empresas públicas y por la confianza de parte de los inversionistas en la firmeza de la política cambiaria que era sostenida a su vez por la entrada de capitales. Sin embargo, la firmeza de dicha política acompañada de un mayor crédito indujo un enorme crecimiento de las importaciones y un menor valor unitario de las exportaciones (por la apreciación cambiaria), lo que empeoró el déficit de cuenta corriente, así como el retorno de los créditos de las empresas exportadoras<sup>3</sup>.

La breve recuperación de la economía se da de 1989 a 1992 al promediar una tasa de crecimiento anual de 3.8%, la cual estuvo totalmente por debajo de promedios anteriores acompañada de un creciente déficit y endeudamiento externo, los cuales marcarían el límite de la breve recuperación al desaparecer las condiciones favorables bajo las cuales se liberalizó el crédito interno.

## 2.2.2 Fragilidad Financiera y Estancamiento Económico

La liberalización del crédito, al igual que la estabilización nominal del tipo de cambio, la reducción de la inflación y el saneamiento de las finanzas públicas descansó en la entrada de capitales, por lo que pasó a estar determinada por el *boom* de la bolsa de valores, así que mientras ésta fue creciente fluyó capital a la economía, hubo expectativas favorables de crecimiento y se flexibilizó el crédito, sobre todo hacia las grandes empresas.

Sin embargo, el problema microeconómico de las empresas grandes, medianas y pequeñas se incrementó, primero porque las pequeñas y algunas medianas estuvieron marginadas del crédito, lo que afectó sus planes de reestructuración y expansión (ver cuadro 5). Además, la mayoría de las empresas nacionales fueron afectadas por la apertura comercial y la sobrevaluación cambiaria, ya que abarataron los precios internos de los productos importados, lo que llevó a que el precio de los productos internos pasara a estar determinado por el precio de los productos importados, los cuales se caracterizan por venir de países con mayor productividad y menores

<sup>3</sup> Para 1992 el dinamismo de las exportaciones descende en su crecimiento, debido principalmente a la apreciación cambiaria, la desaceleración norteamericana y el alza de la tasa de interés interna.

tasas de interés e inflación, afectando así los márgenes de ganancia e inversión de la industria nacional<sup>4</sup>.

Segundo, la apertura comercial no se llevó a cabo bajo ningún programa de fomento industrial, agrícola o sectorial por parte del gobierno, sino todo lo contrario, éste contraía más su gasto y con ello el mercado interno y las condiciones de competencia contra importaciones. Por lo tanto, las ganancias de las empresas se reducían tanto por la política de apertura comercial, como por la apreciación del tipo de cambio, situación que conducía a una distorsión de las ganancias en favor de las importaciones y en contra de la producción interna.

Estos problemas llevaron a la contracción de los ingresos de la mayoría de las empresas mexicanas, las cual pudieron sortear esta situación mientras el crédito se flexibilizó, lo que llevó sin embargo a un grado de apalancamiento cada vez mayor y con ello un grado de exposición creciente. La situación empeoró al no traducirse la caída de la inflación con un mayor crecimiento de la economía, ya que ésta comenzó la desaceleración desde 1992 hasta 1994<sup>5</sup>, hecho que incremento el grado de apalancamiento de la economía en su conjunto al pasar de 33.9% al 43.1% de 1991 a 1992 (ver cuadro 5).

Así, ante este alto grado de endeudamiento y en un entorno de estancamiento económico y alta tasa de interés reales del crédito (ver cuadro 6), las empresas posponen sus planes de inversión, lo que repercute en la demanda agregada y con ello en la producción, lo que finalmente como veremos más adelante se traduce en problemas de cartera vencida por el gran sobreendeudamiento interno y externo, así como por la reducción del crédito.

Además, otro de los problemas asociados a la liberalización del crédito, fue la ruptura institucional sobre la asignación de un porcentaje de recursos de la banca privada en el banco central hacia la esfera productiva (encaje legal), situación que como han señalado diferentes autores (Kregel, 1999 y Mántey, 2000) provocó que una gran parte de los créditos se dirigiera a la esfera financiera especulativa, lo que conllevó a una inflación de los precios de los

<sup>4</sup> Según un documento de investigación del Banco de México (1998) que estudia los impactos de la liberalización financiera sobre la inversión fija en el sector manufacturero, señala que desde 1989 las pequeñas empresas exportadoras (aquellas que emplean menos de cien personas) fueron las más beneficiadas con el incremento del crédito y que las empresas grandes (aquellas que emplean más de quinientas personas) se beneficiaron también por contar con garantías, es decir, con la proporción de bienes raíces en el capital fijo total de la empresa. Así, que tanto las primeras como las segundas pudieron aumentar la inversión. El efecto fue un poco menor para las empresas no exportadoras, las cuales aún a pesar de la liberalización sufrieron de restricciones de liquidez y principalmente las pequeñas, caso contrario fue el de las empresas grandes y medianas con participación extranjera, ya que ni antes ni después del inicio de la liberalización sufrieron de restricciones de liquidez.

<sup>5</sup> De tener la economía una tasa de crecimiento a la alza al pasar de 1.3% en 1988 a 4.5% en 1990, en los años posteriores las tasas cayeron a 3.6% en 1991, 2.8% en 1992, 0.4% en 1993 y 2.2% en 1994.

activos ubicados en la bolsa de valores los cuales crecían año tras año, sobre todos en los de bajo crecimiento económica (ver gráfica 5), así, el alza general de la bolsa llevó a una concentración mayor de recursos en este sector, lo que provocó una caída de la productividad marginal de la inversión total real.

**Cuadro 5**  
**Apalancamiento financiero de las empresas**  
**Banca Comercial y Banca de Desarrollo**  
**Millones de nuevos pesos de 1980**

Años	Total		Apalanca- Miento B/A	Agrope- cuario	Manuf- acturas	Construc- ción	Comercio	Servicios
	PIB A	Crédito Bancario 1 B						
1988	4887.8	1566.7	32.1	21.4	17.3	7.9	7.3	13.0
1989	5049.0	1561.7	30.9	30.7	21.7	12.3	12.0	14.1
1990	5271.5	1649.5	31.3	34.9	24.9	22.4	16.5	18.4
1991	5462.7	1851.2	33.9	38.0	27.3	37.5	21.5	24.5
1992	5616.0	2419.4	43.1	44.9	25.1	32.5	29.1	32.6
1993	5649.7	3045.0	53.9	52.7	62.8	47.5	37.4	41.2
1994	5848.0	3559.5	60.9	48.8	75.1	64.7	44.9	43.9
1995	5438.6	2998.9	55.1	47.5	67.3	79.9	48.8	31.5
<b>Variaciones</b>								
1994/1988	19.6	127.2	89.9	127.9	333.0	714.1	511.4	238.7
1995/1988	11.3	91.4	72.0	121.5	288.3	905.9	564.1	143.2

1 Saldo promedio de principio y final de cada periodo, deflactados con el índice de precios implícito del PIB de cada sector. Para 1995 al mes de octubre.

Fuente: José Luis Calva 1997.

Así, la deficiente asignación del crédito reduce el potencial de crecimiento del producto real al tiempo que la rápida acumulación de deuda sólo puede sostenerse con una tendencia similar en el crecimiento de los ingresos (Minsky 1984).

En efecto, como se menciona la economía se encontró en una situación de sobreendeudamiento y de bajo crecimiento económico, debido a la apreciación cambiaria y la apertura comercial acelerada, las cuales afectaron a la esfera productiva, a la misma expansión del crédito (mayor cartera vencida) y al crecimiento económico al proveer parte de la demanda interna fuera del mercado interno, ampliando el déficit comercial y de cuenta corriente, lo que llevó a alza del rendimiento real de los Cetes y del resto de los instrumentos financieros desde 1992. A este respecto, si bien desde finales de 1989 la gran entrada de capitales permitió disminuir la tasa de interés líder del mercado, Cetes a 28 días, en el sistema financiero siguió existiendo una situación de alta liquidez, ya que la tasa de interés activa no tuvo una reducción tan significativa como la tasa pasiva (ver cuadro 6), ampliándose el margen financiero sobre

todo con el alza de la tasa de interés real líder en 1992 (ver cuadro 4 del anexo), reduciendo de esta forma la inversión, las ganancias, la rentabilidad de los créditos otorgados y la propia estabilidad del sector bancario, esto último debido a que las condiciones de competencia desleal frente a importaciones incrementaron la cartera vencida de los bancos y con ello las condiciones de pago de los deudores y de la economía .

Cuadro 6  
Tasas de interés reales promedio  
1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Tasa de interés activa	-10.21	33.6	19.4	11.2	14.2	21.8	23.5
Tasa de interés pasiva	-21.7	20.5	8.7	-0.5	2.8	8.0	7.1
Margen Financiero	11.5	13.1	10.7	11.8	11.3	13.8	16.4

Fuente: Elaborado en base a datos de la CNByV.

De esta forma, tenemos que la modernización financiera si bien permitió flexibilizar el crédito y con ello una breve recuperación de la economía de 1989 a 1992. Esta liberalización del crédito con altas tasas de interés activas, apertura comercial acelerada y una apreciación creciente del tipo de cambio, causó un problema de sobreendeudamiento creciente y de bajo crecimiento económico, esto último tanto por el alza de la tasa de interés la cual afecta la rentabilidad de la inversión y la ganancia, como por la mala asignación de los créditos hacia la esfera financiera-especulativa, que dicho sea de paso, no genera divisas para hacer frente al endeudamiento externo.

## 2.3 Ahorro, Inversión y Crecimiento Económico bajo la Liberalización Financiera

### 2.3.1 Efectos sobre el Ahorro de la Economía

#### El Ahorro Interno y su Comportamiento

El nivel de ahorro interno, no obstante que históricamente siempre ha sido bajo en la economía mexicana, éste se vio afectado con la liberalización financiera en el periodo 1988-1994, ya que pasó de 21.3% en 1988 a 15.0% del PIB en 1994. Es decir, mientras que en el periodo 1982-1987 el nivel de ahorro interno a PIB promedió 20.3% debido al superávit de comercio exterior, a la caída de las importaciones y al ahorro forzoso para pagar la deuda externa, en el periodo 1988-1994 el nivel de ahorro interno a PIB promedió 18.1% debido al déficit de cuenta corriente y a la caída de las ganancias empresariales.

En el caso del ahorro externo, llama la atención una mayor participación de éste en el ahorro total de la economía desde 1987 hasta 1994, el cual pasó de 1.3% al 6.7% del PIB. Así, a primera vista parece ser que el proceso de privatizaciones, la contracción del gasto público (disciplina fiscal), el *boom* de la bolsa de valores y la estabilidad cambiaria en el marco del Pacto fueron eficaces para atraer el ahorro externo y especialmente el ahorro financiero (ver gráfica 4), pero no para el incremento del ahorro interno ya que se redujeron las ganancias de las empresas nacionales (ver gráfica 3). Aunque cabe señalar que el ahorro total de la economía se mantuvo en todo el periodo en alrededor de 22% del PIB, lo que significa que el ahorro externo desplazo al ahorro interno y sobre todo al ahorro privado el cual pasó de 20.7% en 1988 a 11.0% del PIB en 1994.

#### Bajo Ahorro y la Estabilidad Nominal Cambiaria

El proceso de liberalización financiera exige la estabilidad nominal del tipo de cambio, con lo cual se busca evitar acciones especulativas en el sistema financiero, se pretende reducir el déficit fiscal y la presión sobre precios, sobre este último punto, si bien la estabilidad cambiaria baja la inflación, también afecta la competitividad de la producción nacional ya que impide ajustar el tipo de cambio al diferencial de precios internos versus externos, por lo que como veremos en el capítulo 4 deja de cumplirse el principio de la paridad del poder de compra (PPC)<sup>6</sup>, situación que disminuye la competitividad de la producción nacional, las ventas, el ingreso e incrementa el endeudamiento.

Sobre el sector público, la estabilidad nominal cambiaria exige la contracción del gasto público, pero como hemos visto estas dos políticas profundizan el

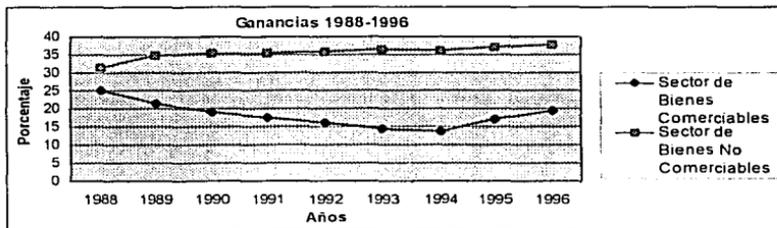
<sup>6</sup> Estimaciones propias de esta variable, señalan un apreciación del tipo de cambio real de 1989 a 1994 medido a través del índice nacional de precios al consumidor del 43.5% (ver gráfica 12).

déficit externo, lo que finalmente genera acciones especulativas en el sistema financiero. Por lo tanto, el déficit externo es creciente ya que el menor gasto del sector público provoca un menor impulso a la producción nacional y al mercado interno, es decir, genera mayores problemas de oferta interna lo que se traduce en una mayor demanda por importaciones, esto es así, ya que estas crecieron a una tasa de 28.2% promedio anual por tan sólo 20.5% promedio anual de las exportaciones de 1988 a 1994.

Entonces, la política de privatizaciones, de contracción del gasto y de estabilidad nominal cambiaría terminan apreciando la moneda con respecto al dólar, favoreciendo así las importaciones en detrimento de la producción interna, disminuyendo exportaciones con alto componente nacional y las ganancias. Esto se demuestra al observar las ganancias del sector manufacturero en relación al PIB del mismo sector, el cual pasó de una relación 16.6% en 1988 a 12.3% en 1994 (véase cuadro 15 del anexo). Asimismo, se vieron reducidos los niveles de integración de la producción, y por lo tanto los efectos multiplicadores internos de la inversión y de la demanda sobre la generación del ingreso y del ahorro.

En efecto, la apreciación del tipo de cambio en todo el periodo fue constante, Ros (1997) nos menciona que distintas mediciones de la relación entre precios internos y externos sugerían que el peso estaba sobrevaluado entre 25 y 40%, dependiendo de los indicadores de precios y de los periodos de referencia utilizados. Así que dicha política de estabilizar el tipo de cambio a través de la reducción del gasto público y de las privatizaciones terminaron disminuyendo el ingreso de las familias y las empresas.

Gráfica 3



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Jaime Ros (2000).

Como lo indica la gráfica anterior, el tipo de cambio antiinflacionario condujo a una distorsión de los precios relativos en favor de las importaciones, sobre todo de bienes de consumo los cuales crecieron a una tasa promedio anual de 37.9% en el periodo señalado, causando una disminución de ganancias del

TESIS CON  
FALTA DE CUIEN

sector de bienes comerciables (sector exportador), del cual depende las condiciones de crecimiento y de pago de la economía frente al exterior. Esta situación, en parte se corrigió como se puede ver en la gráfica 3 con la devaluaciones de 1994-1995.

Además, esta situación de caída de ganancias exacerbó el problema del empleo<sup>7</sup> y de la capacidad instalada para exportar, contrayéndose así el ingreso (divisas) y el ahorro, y aumentando de tal forma el déficit de cuenta corriente el cual se disparó de 2.6 miles de millones de dólares en 1989 a 18.5 miles de millones de dólares en 1994, cifra que representó el 7% del PIB.

Otro hecho que se puede apreciar, es que la paridad cambiaria antiinflacionaria, además del capital externo y la política fiscal y monetaria contraccionista, ha sido sostenida a través de la disminución del salario real, debido a la falta de condiciones productivas de la economía (véase Valle, A. 1996), la cual es cada vez más exigida en un contexto de competencia externa. Así las empresas exportadoras y aún las que producen para el mercado interno han sido favorecidas por una disminución constante y sistemática del salario de los trabajadores, *factor*, si se le puede llamar así, que es abundante en la economía mexicana y que si seguimos algunas de las predicciones de la teoría neoclásica del comercio internacional<sup>8</sup>, éste tuvo que haber incrementado su precio al momento de abrirse la economía a la competencia externa. Como vemos la disminución del precio del trabajo ha sido utilizado para competir en la economía mundial ante la ausencia de condiciones productivas endógena (ver cuadro 7)<sup>9</sup>.

Así que han sido el bajo salario real, la apreciación cambiaria, la apertura comercial y la caída de las ganancias las que han mermado el crecimiento del ahorro de las familias y la de los productores nacionales de bienes de consumo y no la falta de una cultura del ahorro como lo han hecho sentir diferentes informes del gobierno (por ejemplo PRONAFIDE, 1997).

Aún a pesar de la constante reducción de los salarios reales, las importaciones crecieron más que las exportaciones en este periodo, esto debido a la competencia desleal, por la caída de la competitividad derivada de la apreciación cambiaria, por el menor gasto público y por los rezagos

<sup>7</sup> Ya que el crecimiento de la economía fue de tan sólo 3.4% promedio anual y el del empleo de 2.6% promedio anual.

<sup>8</sup> Me refiero al modelo Heckscher-Ohlin, el cual señala que el precio de los *factores* productivos va a tender a igualarse en las dos economías al darse el comercio internacional.

<sup>9</sup> Alejandro Valle (1996:19) señala que los salarios reales obtenidos por los obreros industriales eran en 1994 ¡el 64.3% de los de 1976!. Las remuneraciones medias que engloban tanto los salarios de los obreros como los sueldos de los empleados y las prestaciones de ambos tipos de trabajadores eran 89.4% de las de 1976. Lo que significa que la reestructuración ocurrida durante la crisis ha afectado menos a los empleados que a los obreros. Entre las posibles causas de esta disminución están una caída de la productividad en 35.7% lo que es impensable en una forma de sociedad que continuamente mejora las técnicas de producción, lo que sugiere un incremento de la plusvalía relativa.

productivos. De tal forma, el déficit externo presionó a la economía por la obtención de mayores recursos externos para financiar el déficit de cuenta corriente, situación que aceleró el proceso de privatización de empresas públicas, desalentando así la inversión, sobrevaluó la moneda por la atracción del capital externo, desalentó las exportaciones y un mayor crecimiento económico.

Cuadro 7

Año	PIB Real*	Ahorro Interno Bruto**	Salario Mínimo Real
1988	1.2	19.3	\$96.4
1989	3.5	18.7	\$85.9
1990	4.4	19.1	\$76.1
1991	3.5	17.6	\$73.3
1992	2.8	15.8	\$70.4
1993	0.4	15.4	\$68.1
1994	3.3	15.0	\$67.3

\* Variación Porcentual

\*\* Como Porcentaje del PIB

Fuente: Banco de México (diversos números) e INEGI

Entonces tenemos que si bien la estabilidad cambiaria contribuye a reducir la inflación, ésta no contribuye a incrementar la competitividad de las empresas nacionales ya que genera una distorsión de precios, de ganancias y de ahorro en favor de las importaciones y no de la producción nacional.

### El Ahorro y sus Determinantes

En el esquema de Kalecki (1956), los determinantes del ahorro en una economía con comercio exterior y gastos del gobierno son la inversión bruta, el excedente de exportaciones y el déficit presupuestal. De tal forma que al darse la inversión (pública y privada) y el mayor crecimiento de las exportaciones sobre las importaciones, el incremento de la producción se traduce en un aumento de las ganancias, el ahorro y los salarios. Pero los salarios se gastarán en bienes de consumo. De esta manera, la producción de bienes de consumo para los trabajadores se aumentará hasta el punto en que las ganancias y el ahorro obtenidas de esta producción aumenten por un monto igual a los salarios adicionales. Por lo tanto, el ahorro es independiente de la tasa de interés, el cual generalmente se considera en la teoría económica como el factor equilibrante entre la demanda y la oferta de capital nuevo.

Sin embargo, para las autoridades mexicanas e internacionales como el FMI el problema del bajo ahorro interno en el periodo 1988-1994 ha sido el

incremento del consumo en mayor proporción que el incremento del ingreso, sobre todo del consumo privado el cual creció en todos los años del período a una tasa mayor que el consumo total (excepto 1991 y 1993), así que para estas autoridades el problema es sólo un cambio en las propensiones al gasto, el cual hay que reducir a través de la contracción del consumo e incremento de la tasa de interés interna, lo que supuestamente conducirá a un incremento del ahorro total en la economía.

Para cumplir este fin, según las autoridades señaladas, es necesario combatir el problema de la inflación a través de políticas sanas (fiscal y monetaria) y con la estabilidad de la moneda (apreciación cambiaria), con el objetivo de mantener tasas de interés reales que fomenten el ahorro. Así, bajo este principio se utilizó el anclaje nominal del tipo de cambio, el congelamiento de los incrementos nominales de los salarios, la profundización de la liberalización comercial y la contracción del gasto público; de esta forma efectivamente la inflación se redujo de 158% en 1987 a un dígito en 1994 (7 por ciento)<sup>10</sup>, pero el problema del bajo ahorro no se solucionó ya que la estabilización nominal del tipo de cambio se tornó en una apreciación del tipo de cambio, lo que llevó a un crecimiento mayor de las importaciones sobre las exportaciones, a una caída de las ganancias internas y el ahorro interno.

Además, otros análisis empíricos incluyen más variables a los determinantes del nivel de ahorro entre las economías, como la profundización financiera y el nivel de ingreso per cápita. Por ejemplo, Thirlwall (A. Thirlwall, 2000) señala que para un estudio de corte seccional para 62 países a través del período 1967-1995, las variables que demostraron ser significativas y robustas son el nivel del ingreso per cápita, caracterizada por su relación positiva incluida de manera *no lineal*, el coeficiente de activos *cuasilíquidos* con respecto al PIB relación positiva, el crecimiento de la población relación positiva, y la tasa de inflación, introducida de manera cuadrática mostró una relación ambigua, ya que sugiere una relación positiva entre inflación y crecimiento económico hasta una inflación de 6-8% (aquí se sugiere que el crecimiento ha mostrado un incremento del ahorro entre los países de la muestra), y sólo cuando la inflación excede 10% las consecuencias para el crecimiento económico se hacen tremendamente perjudiciales. Entre las variables no significativas para estimular la tasa de ahorro interno se encontraron la *tasa de interés real* y una medida de la distribución personal del ingreso<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> La política anti-inflacionaria de las dos últimas décadas deriva de la obsesión del capital financiero con el efecto que la inflación tiene sobre la transferencia de recursos. Cuando los niveles de precios se sitúan en un ambiente de contratos de deuda no indexados la inflación tiene un efecto de redistribución del ingreso a favor de los deudores que puede ser considerado como la más drástica consecuencia del movimiento de precios.

<sup>11</sup> Para este análisis todas las variables son significativas a un nivel de confianza de 95% o más, y la proporción de la varianza en el coeficiente de ahorro explicada por las variables independientes es de 75%.

En un análisis similar de S. Edwards (Edwards, S. 1996), que utiliza datos de panel (datos combinados de series de tiempo y de corte transversal) para 36 países tanto desarrollados como subdesarrollados en el periodo de 1970 a 1992, señala que el principal determinante del ahorro privado y público es el crecimiento del ingreso per cápita, que la proliferación de instituciones financieras es importante para el desarrollo del ahorro privado, que altos niveles de ahorro público desplazan al ahorro privado y que una situación macroeconómica estable fomenta el ahorro de los agentes, además señala que para este mismo análisis se encontró una débil elasticidad entre la tasa de interés y el ahorro interno total, incluso esta relación se ha dado para los Estados Unidos en el mismo periodo. En este análisis, a diferencia del de Thirlwall, se señala que el nivel de ingreso per cápita no tiene significancia estadística al explicar el nivel de ahorro interno y es que en este análisis se supone lineal el nivel de ingreso per cápita, lo que supone implícitamente la hipótesis del ciclo de vida, mientras que en el otro análisis no, ya que se basa en la conocida ley psicológica de Keynes, la cual señala que el ahorro no aumenta linealmente a medida que crece el ingreso, sino que lo hace a una tasa decreciente y luego se nivela, según Thirlwall esto aproximadamente en 25% del ingreso nacional. Datos para México señalan que en el periodo 1967-1995 el coeficiente medio de ahorro interno se encuentra en 21.3% del PIB y con un ingreso promedio per cápita de \$US 1 720.

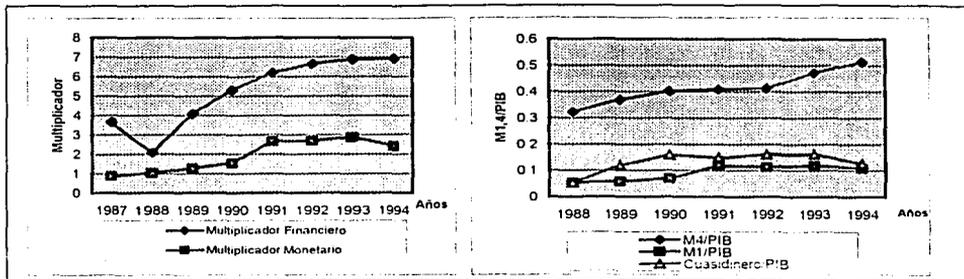
De cualquier modo, las medidas tendentes a liberalizar el mercado financiero nacional a mediados de los años ochenta y principios de los noventa provocaron una mayor profundización de los indicadores financieros en el ingreso nacional (ver gráfica 4), así como un mejor desarrollo de instituciones financieras no bancarias, lo cual habría sugerido un estímulo importante al ahorro siguiendo los pronósticos anteriores, el caso es que tal estímulo al ahorro total no se dio en la economía mexicana en el periodo de la liberalización financiera<sup>12</sup>.

Y es que el exceso de liquidez derivadas de la liberalización financiera a nivel internacional y nacional afectaron tanto a la rentabilidad de los créditos productivos como a los que no lo eran debido a que el control de dicha liquidez giro entorno a el alza de la tasa de interés real y la estabilidad del tipo de cambio, y a que no hubo ningún control de la expansión del crédito, y mucho menos apoyos del gobierno a los sectores afectados por la competencia externa, así que el incremento del crédito y la modernización de instituciones financieras en vez de favorecer al sistema económico en su conjunto, terminó por afectar al ingreso y al ahorro.

---

<sup>12</sup> Es importante además resaltar la enorme capacidad de creación secundaria de recursos, ya que la base monetaria creció a un ritmo menor en este mismo periodo. Los activos bancarios en poder del público pasaron del 21.6% del PIB en 1988 al 37.7% en 1994, y el multiplicador bancario aumentó de 4.3 a 9.4 entre los mismos años, fenómeno asociado a la disminución al mínimo de los coeficientes de reserva operados por la banca (10% a 1% de los depósitos totales) y a una reducción drástica de la preferencia por el efectivo.

Gráfica 4  
Profundización Financiera



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y de G. Mántey et al. (1999), *Indicadores gráficos de inestabilidad financiera en América Latina y el sudeste de Asia*. UNAM, México.

En efecto, esta expansión del crédito no favoreció el incremento del ingreso constante y generalizado de todos los sectores de la economía<sup>13</sup>. En este sentido estamos de acuerdo con A. Huerta al decir que "el ahorro es bajo debido a que las empresas y las familias no ven incrementadas sus ganancias ni su ingreso, y a su vez no enfrentan mercados crecientes y rentables para poder invertir" (Huerta, A, 1998:77).

## 2.3.2 Efectos sobre la Inversión y el Crecimiento de la Economía

### Estructura de la Inversión Extranjera y el Crecimiento que Configura

Hasta el momento hemos visto que el proceso de liberalización financiera generó efectos contrarios a los que buscaba. En primer lugar si bien se logró el equilibrio de las finanzas públicas a través de las privatizaciones de las grandes empresas públicas y la renegociación de la deuda externa, el endeudamiento interno del Estado crece, no para incrementar el gasto público sino para mantener constante la base monetaria ante las presiones del gran flujo de capitales que se dirigió al país de 1990 a 1994, tanto por el concepto de privatizaciones como por el *boom* de la bolsa de valores. Además como veremos más adelante el endeudamiento interno crece por el rescate bancario. En segundo lugar, la flexibilización del crédito que permitió el mayor endeudamiento externo y la estabilidad cambiaria nominal fija permitieron incrementar el consumo e inversión pero con un mayor coeficiente importado,

<sup>13</sup> Este punto será tratado ampliamente en el siguiente apartado de este capítulo.

esto fue así ya que el 83.4% de las importaciones se debieron tan sólo a los bienes de consumo y a los bienes intermedios, situación que condujo al creciente déficit de cuenta corriente (ver cuadro 12. B del anexo), a la caída de las ganancias y del ahorro.

En el caso de la inversión extranjera su orientación estuvo en función de las expectativas de ganancia en aquellos sectores que representaban las más altas ganancias de corto plazo y que no eran asediadas por la competencia externa, el tipo de cambio sobrevaluado y el tipo de interés. En efecto, el sector productivo resultó el más perjudicado en aras de asegurar altas ganancias en la esfera financiera y especulativa para atraer capitales y evitar su fuga, así las políticas de austeridad, de apreciación cambiaria y de la tasa de interés han acentuado la diferencia entre el sector financiero y el productivo.

Este resultado no sólo se corrobora al revisar la tasa real promedio de crecimiento del PIB, que entre 1989 y 1994 fue de 2.8%. Sin embargo, resalta su tendencia descendente al pasar de 4.4% en 1990 a 0.5 en 1993. Este comportamiento contrasta con el observado en el ámbito sectorial, ya que mientras que el sector industrial crece a 3.16% promedio anual, el sector servicios lo hace al 2.87%. La producción industrial aparece así como la más dinámica, sin embargo, cuando se desglosan los sectores la tendencia cambia. La producción manufacturera crece al 2.43% promedio anual por debajo del producto industrial, mientras que los servicios financieros crecen al 5.27% promedio anual. En consonancia, el PIB financiero muestra una clara y robusta tendencia de crecimiento al pasar de una tasa de 1.5% en 1988 a una de 5.2% en 1994, mientras que el PIB industrial experimento la tendencia opuesta al pasar de una tasa de crecimiento de 6.15% en 1989 a una de 0.08% en 1993 aunque en 1994 sube al 3.8%. Tendencia similar sigue la agricultura en este periodo, ya que sólo alcanzo una tasa de crecimiento de 1.6% promedio anual en el periodo que va de 1988 a 1994.

Además, este comportamiento del crecimiento económico es correspondido por la estructura de la inversión extranjera que se presentó en este periodo<sup>14</sup>, la cual en un principio (1989) favoreció a la inversión extranjera directa y desde 1990 se dirigió en mayor medida al sector financiero (ver cuadro 8).

---

<sup>14</sup> Las autoridades mexicanas decidieron hacer cambios a la ley de inversión extranjera en 1989, para lo cual se señalaba, la IE tendría un mayor complemento con la inversión interna. De esta forma, se eliminaban una serie de restricciones que mantenía la ley de 1973 sobre la IE, con lo cual se esperaba una mayor transferencia de inversión y tecnología. Además, cuando se consideró que se había avanzado suficientemente en la conformación de un mercado financiero, así como en la reducción de las necesidades financieras del sector público y una mayor competencia dentro del sistema bancario, el gobierno decidió *desreglamentar* totalmente los mercados financieros (se eliminó cualquier restricción a los extranjeros para invertir en activos financieros), hecho que posibilitó una gran transferencia de recursos externos a este sector, ya que sólo de 1989 a 1990 el monto total de inversión extranjera de cartera pasó de representar el 9.6% al 56.2% del monto total de inversión extranjera.

**Cuadro 8**  
**Flujos de inversión extranjera**  
**(millones de dólares)**

Concepto	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1989-1994
Total	3 527	6 004	17 505	22 434	33 309	19 155	101 935
IED	3 176	2 633	4 762	4 393	4 389	10 973	30 326
Cartera Total	351	3 371	12 743	18 041	28 920	8 182	71 609
M. Accionario	493	1 995	6 332	4 783	10 717	4 084	28 404
Valores M. N.	0.0	0.0	3 398	8 147	7 406	-2225	16 724
Valores M. E.	-142	1 376	3 015	5 111	10 797	6 324	26 481

Fuente: INEGI.

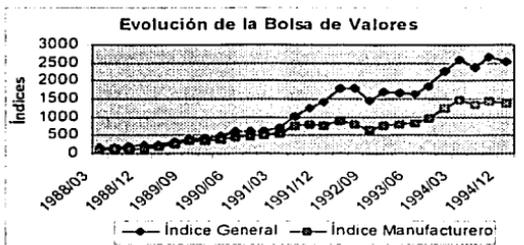
Como muestra el cuadro anterior, durante el periodo de 1989 a 1994 ingresaron al país un total de 101 935 millones de dólares (MD), de los cuales 71 609 (MD) fueron a la inversión de cartera, por tan sólo 30 326 (MD) de inversión extranjera directa (IED), es decir, la inversión de cartera representó el 70.2% de los flujos totales de inversión extranjera en este periodo, mientras que esta última en 1989 sólo representó el 10% del flujo total de inversión extranjera, y donde para este mismo año las inversiones eran sólo marginales en el caso del mercado accionario, cero para los valores en moneda nacional y negativos para los valores en moneda extranjera, situación que se fue revirtiendo año tras año.

En cuanto al total de la IED del periodo 1989-1994, tan sólo el 33.2% se destinó a la industria manufacturera. Sin embargo, la participación relativa de este sector disminuyó en relación con etapas anteriores, pues en 1975 era del 75% y en 1982 se ubicaba en 50.6%. Además, en este periodo, el cambio sectorial más trascendente es la preferencia otorgada por las empresas transnacionales a los servicios, al comercio y las telecomunicaciones. En el lapso de referencia, los flujos de IED en el rubro de servicios comunales y sociales absorbieron el 20.3%, los transportes y las comunicaciones el 18.8%, mientras que los servicios financieros absorbieron el 13.7% y el comercio 10%. Por su parte, la construcción captó el 2.5% y, por último, el sector agropecuario sólo recibió un 0.6% (ver cuadro 20 del anexo).

Como vemos, el sector productivo comenzó a disminuir su participación como receptor de la IE, la cual se orientó en gran magnitud hacia la inversión de cartera, ya que este sector manifestó una expansión sin precedente alguno en la economía mexicana, esto debido a las privatizaciones y las condiciones favorables que configuraban la política económica en este sector (apreciación cambiaria y diferencial de interés con el exterior). Esto se puede observar al ver la gráfica 5, en donde se presenta el índice de precios y cotizaciones (IPC), el cual manifiesta un espectacular crecimiento desde las reformas legales de 1989.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

Gráfica 5



Fuente: INEGI.

El nivel de 212.97 puntos con que cerro el índice general en 1988 evoluciono hasta los 2, 506.36 puntos al cierre de 1994. Se tiene de esta forma un crecimiento de 1, 174.34% en un lapso de tan sólo 6 años, que se traduce en un crecimiento anual promedio de 195.7% y altas ganancias especulativas. Sin embargo, esta expansión estuvo lejos de correlacionarse con el índice manufacturero, el cual aparentemente debía sustentar las ganancias de este sector y sólo tuvo un crecimiento de 675.6% en el mismo periodo (aunque debe señalarse que ambos indicadores siguieron una trayectoria de crecimiento similar), lo que se traduce en un crecimiento anual promedio de 111.6%. Así, que este gigantesco crecimiento del mercado secundario bursátil es un hecho del gran significado de la orientación especulativa que tomo esta actividad en la economía mexicana en el periodo de la liberalización financiera. Es decir, al crecer la entrada de capitales por concepto de privatizaciones, la demanda por acciones incrementó el precio de las mismas, lo incremento aún más la entrada de capitales y el boom de la bolsa de valores hasta finales de 1994.

Además, este mayor monto de recursos de cartera que crecía año con año se colocaron principalmente al comienzo del periodo en el mercado de capitales, a través de los ADR's (American Depositary Receipts, que son títulos representativos de acciones de compañías mexicanas que otorgan a sus tenedores derechos pecuniarios, pero no patrimoniales)<sup>15</sup> y en menor medida en el mercado de dinero. Pero para 1993 la situación de desconfianza que

<sup>15</sup> En 1991 la inversión extranjera en el mercado de capital ascendió a 18 453 (MD), de los cuales 74.1% correspondió a los ADR's; en 1989, cuando dicho monto sumó 808 (MD), los ADR's participaron con 49.8%. El aumento obedeció a la colocación de empresas privadas en proceso de privatización, en especial Teléfonos de México, así como a la de empresas privadas en el mercado estadounidense. Así, desde 1991 hasta marzo de 1994 la expansión de los mercados financieros se logró mediante la colocación de acciones y títulos de deuda, principalmente del sector privado (Eugenia Correa y Ricardo Calvo 1996).

generó el abultado déficit de cuenta corriente de 5.8% del PIB<sup>16</sup> y la incertidumbre sobre la estabilidad de la política cambiaria, orilló a los inversionistas a demandar en mayor medida los títulos indexados al dólar y en menor medida a los títulos en moneda nacional desvinculados del dólar (Cetes, Bondes y Ajustabonos); así, los tesobonos de representar el 6.37% del valor total del mercado de dinero en 1993, para 1994 pasó a representar el 70.21% del valor total de este mercado. De esta forma, aún a pesar de esta sustitución entre activos, el monto de inversión en cartera disminuyó 71.6% al pasar de 28 920 (MD) a 8 182 (MD) de 1993 a 1994 y la inversión de valores en moneda nacional se tornó negativa (-2, 225 MD).

Cabe señalar que el explosivo comportamiento del IPC de la bolsa de valores, al igual que en el periodo 1984-1987, estuvo relacionado con el mercado primario y secundario, por lo que la mayor adquisición de valores por parte de los inversionistas extranjeros no necesariamente se tradujo en mayor inversión productiva.

Por lo tanto, como hemos visto tenemos que al comandar el capital financiero el proceso de internacionalización del capital exige que la política económica en su conjunto se subordine para generar las condiciones de confianza y rentabilidad del capital financiero, lo que en el caso de México ha provocado una transformación de la relación inversión-ganancias a favor del sector financiero-especulativo y cada vez más en contra del sector productivo, lo que ha llevado a una menor generación de recursos para hacer frente al endeudamiento externo, lo que finalmente desembocó en la crisis de 1994-1995.

### **2.3.3 Factores y Restricciones del Crecimiento Económico**

Si duda, el especular e histórico ingreso de recursos a la economía mexicana de 1989 a 1994, no lograron irradiarse al resto de los sectores económicos, es decir, el crecimiento de los sectores fue muy disparejo y con muy poca relación, esto último debido a que aproximadamente el 70% de la IE se dirigió a la inversión de cartera y sólo el 30% se dirigió a la inversión productiva, y esta a su vez se comportó como nos menciona Guillén Romo "los proyectos de los inversionistas extranjeros se enfocaron a la compra de activos existentes y/o a la exportación y a los sectores comerciables o de servicios, por lo que su impacto en la modernización de la planta productiva fue restringido" (Guillén, A. 2000:114), esto por un lado, además de que el Estado disminuyó su participación en lo que respecta a la inversión, lo que se puede apreciar a través del cuadro 9.

---

<sup>16</sup> Cabe señalar que el incremento del déficit de cuenta corriente no fue una característica única de México, sino también se dio entre los países más grandes de América Latina, causando mayor incertidumbre sobre el grado de sustento de los tipos de cambio y la rentabilidad de los activos.

**Cuadro 9**  
**Formación Bruta de Capital Fijo**  
**Como porcentaje del PIB**

Año	Total	Privada	Pública
1988	16.8	12.1	4.7
1989	17.3	12.6	4.7
1990	18.7	13.7	5
1991	19.6	14.9	4.7
1992	21.1	16.7	4.3
1993	20.9	16.6	4.2
1994	21.6	17.3	4.2

Fuente: INEGI y Banco de México.

Aún a pesar de esta situación, la formación bruta de capital fijo tuvo una recuperación considerable de 1988 a 1994, la cual creció a una tasa de 4.3% promedio anual, donde la parte más dinámica se debió a el sector privado, la cual fue impulsada por el incremento de la inversión nacional y extranjera, y la parte correspondiente al sector público estuvo en franco estancamiento.

Y es que la gran euforia que presentaba la dinámica del mercado de capitales en lo que se refiere a la apreciación de los valores (véase gráfica 5), estimularon en gran medida las decisiones de gasto. Es decir, el incremento en el valor de los activos que se daba año tras año, llevo a que los inversionistas se sintieran más ricos, lo que condujo a incrementar sus gastos en inversión y de consumo (efecto riqueza), así el mayor gasto en consumo e inversión<sup>17</sup> fueron posibles por las altas expectativas y liquidez con que contaba el sector bancario (y demás sectores financieros), el cual también incrementó en gran medida el crédito y su posición de riesgo en caso de que la banca no recuperara la mayor parte del reembolso de los préstamos.

Así, es como fueron financiados el incremento del consumo y la inversión privadas, los que a su vez eran estimulados por un menor tipo de cambio nominal que abarataba importaciones y restringía un *mayor* crecimiento de las exportaciones.

En efecto, la apreciación del tipo de cambio real favoreció el incremento del consumo y la inversión de 1989 a 1994 pero con un componente importado mayor, en el caso del primer componente el incremento se dio a través de las importaciones de bienes de consumo (sobre todo), el cual tuvo una tasa de

<sup>17</sup> Al respecto, nos señala la profesora Mántey que "en México se observa una relación directa entre las variaciones del índice de precios y cotizaciones de las empresas en la Bolsa Mexicana de Valores (medido en dólares) y las variaciones de la inversión real con un trimestre de rezago" (Mántey, G. 1996), hecho que incremento la confianza en el mercado emergente de capitales de México, para así incrementar el crecimiento y el desarrollo, llevando así a un incremento de la inversión.

crecimiento anual de 32.9% (medido en dólares), en el segundo caso, las importaciones de bienes de uso intermedio fueron las que tuvieron un crecimiento dinámico de 17% promedio anual y dentro de este rubro el mayor crecimiento fue el de la maquila, además también destacan las importaciones de bienes de capital, las cuales crecieron a una tasa de 23% promedio anual (véase cuadro 11 de anexo).

Sin duda, este comportamiento del crecimiento de las importaciones fue tomado por las autoridades económicas mexicanas como un signo de recuperación y de que la planta productiva se estaba modernizando a pasos acelerados. Sin embargo, la situación de disminución del crecimiento desde 1992 con un creciente déficit de cuenta corriente, el cual era explicado en gran medida por el déficit comercial, planteaban serias dudas de que se estuviera avanzando en la construcción de una base exportadora exitosa, y esto debido a que el déficit de cuenta corriente no se debía a que las exportaciones crecieran poco o lentamente, éstas lo hicieron de forma dinámica, pero las importaciones crecían 8.5% puntos de diferencia anual con respecto a las exportaciones, incrementando así el coeficiente de importación.

El mayor coeficiente importado representado por el mayor peso de los bienes intermedios en el total de importaciones significaba que las exportaciones mantenían un alto componente importado y que el valor del producto final contenía un porcentaje menor en pesos y mayor en dólares, presionando así a la economía por la obtención de un monto mayor de divisas para importar los bienes requeridos para producir una unidad de producto, que fueron sobre todo los de bienes intermedios y de bienes de capital, las cuales fueron ganando peso en la estructura total de importaciones, ya que pasaron de 13.7% en 1989 a 16.9% en 1994.

Esta mayor dependencia de bienes intermedios y de capital, así como un mayor monto de requerimiento de divisas para poder exportar, ha sido señalado como un fenómeno del proceso de desindustrialización de la economía mexicana, a raíz de la liberalización comercial (véase Dusel Peters 2000), en el sentido de que el gran dinamismo de las exportaciones ha irradiado muy poco a los demás sectores de la economía, sin embargo además de esto, igual de importante es señalar que este incremento de las importaciones ha provocado que la mayoría de los efectos multiplicadores de la inversión se fuguen en forma de importaciones incrementadas de bienes de capital, es decir, a falta de un sector productor de bienes de capital, los incrementos de la inversión han ampliado la capacidad productiva; en este caso de las pocas empresas grandes que dispusieron de crédito, pero no han creado la suficiente demanda efectiva adicional, así que en la economía abierta toma mayor importancia la composición de la inversión, al interior de la economía y dentro de las industrias.

Ahora bien, como hemos venido viendo, la IE fue la que financió el moderado crecimiento económico de 2.8% promedio anual de 1989 a 1994,

pero esto fue más porque se liberalizó y desreguló el sistema financiero nacional y no porque se tuviera un crecimiento económico antes de la apertura que hubiera podido aprovechar la IED<sup>18</sup>, sin embargo esto sólo explica la disponibilidad de crédito y no las causas del crecimiento, el cual podría venir por un incremento de la inversión del sector público, la inversión privada y de las exportaciones. Como hemos mencionado este moderado crecimiento finalmente se explica por el crecimiento de las exportaciones, en menor medida por la inversión privada y de forma negativa por el sector público, el cual cada año recortaba la inversión para generar condiciones de superávit fiscal y evitar así presiones de inflación y sobre el sector externo.

Así es como a través de la disciplina fiscal, el gasto público quedó descontado como motor del crecimiento, lo que redujo el mercado interno, las ventas y las ganancias. En el caso del sector privado, éste invirtió y gastó más que sus ingresos, lo que incrementó su endeudamiento externo (ver cuadro 3. B del anexo) el cual dirigió a la actividad financiera-especulativa y a incrementar el déficit de cuenta corriente. Y en el caso de la inversión extranjera, ésta tuvo una fuerte orientación hacia la actividad financiera, 70% del monto del capital externo total, lo que sin duda hubiera podido ayudar a las exportaciones y evitar la crisis de deuda de haberse orientado un mayor monto a la IED.

De tal forma, pareciera que debemos aceptar como único componente autónomo significativo del gasto a las exportaciones. En suma, el esquema de liberalización termina por adjudicarle a un solo elemento del gasto global —las exportaciones— el rol de propulsor o agente económico del crecimiento (Valenzuela, F. 1989: 40).

En efecto, las exportaciones mostraron un gran dinamismo en su crecimiento y en el cambio de su composición, creciendo sobre todo las exportaciones manufactureras, las cuales incrementaron notablemente su importancia en el conjunto de las ventas al exterior, ya que representaron el 48.9% en 1988 y en 1994 el 83.9% (ver gráfica 6).

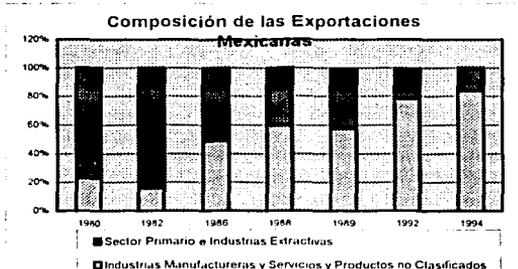
Sin embargo, el problema objetivo residió en que las importaciones crecían a una tasa mayor que las exportaciones, sobre todo desde 1991, año en que las importaciones crecieron 67.7%, fomentadas por un tipo de cambio apreciado que incrementaba la competencia desleal contra los sectores productivos nacionales, sobre todo el sector comercial de la economía, en el cual se encuentra —en lo grueso— las ramas con más alta productividad de la economía, viendo estos disminuida su ganancia (véase gráfica 3) y por lo tanto sus planes de inversión.

---

<sup>18</sup> La liberalización comercial primero y luego la financiera, se llevaron a cabo cuando la economía venía de un contexto recesivo e inflacionario, lo que provocó un efecto más traumático a los sectores que competían con los productos importados debilitando más a estos, teniendo así pocas perspectivas de crecimiento por parte de estos sectores.

FALTA DE OXIGEN

Gráfica 6



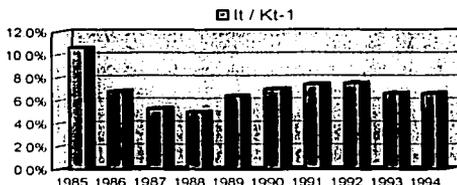
Fuente: BIE.

Esto fue así, ya que como menciona Kalecki "...las decisiones de invertir se relacionan estrechamente con la acumulación interna de capital, o sea con el ahorro bruto de las empresas... las variaciones de las ganancias y del acervo de capital fijo determinan conjuntamente variaciones de la tasa de ganancia" (Kalecki 1956: 129), como hemos visto, lo efectos de la liberalización de la economía iban *cada vez más* en contra de las decisiones de inversión en el sector productivo, ya que las ganancias del sector comercial disminuyeron constantemente en el periodo, así como el ahorro del sector privado nacional.

Un ejemplo de esta situación fue la inversión en el sector manufacturero como porcentaje del acervo de capital con un rezago, ésta se recupero lentamente desde 1989 hasta 1994, sin embargo nunca alcanzó el nivel de 1985. En 1993 y 1994 se registra una ligera desaceleración en la formación de capital, y en varios años es dudoso que exceda a la tasa de depreciación (ver gráfica 7). Así que el crecimiento de 3.5% promedio anual de 1989 a 1992 y la apreciación del tipo de cambio que significo un abaratamiento de las importaciones, no se tradujeron en una mayor inversión y formación de capital en el sector manufacturero, que ante el proceso de liberalización de la economía (comercial y financiera) es el único capaz de comandar el crecimiento económico a través del mayor incremento de las exportaciones sobre las importaciones.

En alguna medida, este estancamiento de la inversión en el sector manufacturero estuvo relacionado con la desaceleración del crecimiento de la economía desde 1992 (ver gráfica 7), haciendo más clara la relación entre inversión productiva y el crecimiento de la economía en su conjunto.

Gráfica 7  
 Promedio de Inversión en el Sector Manufacturero 1985-1994  
 (Como porcentaje del Acervo de Capital)



Fuente: Documento de Investigación del Banco de México (1998).

Esto último explica también otra importante característica adicional del periodo 1988-1994: el que a pesar de la recuperación, el grado de utilización de las capacidades productivas parece haber caído desde el 78 por ciento en 1988 a 70 por ciento en 1994 (López, J. 1998:65).

Así que el incremento de capital externo (ahorro externo) no fue aprovechado para modernizar y capitalizar *en gran medida* a la industria nacional, y si en cambio dinamizó la industria extranjera (vía incremento de nuestras importaciones) y el sector financiero.

### 2.3.4 Liberalización financiera y el coeficiente capital/producto incremental

La liberalización financiera provocó una situación en la cual la economía mexicana y otras de América Latina contaban cada año con un monto mayor de capital externo, sobre todo de corto plazo, el cual se orientó a estas economías en función de su proceso de liberalización financiera, de privatizaciones y al exceso de liquidez a nivel internacional. De tal forma, estos hechos generaban altas ganancias en el sector financiero debido a la venta de empresas públicas y por un mayor financiamiento del sector público a través de operaciones de mercado abierto, provocando con esto aún más entrada de capital que buscaba favorecerse de esta coyuntura, generando así una estructura de la inversión que favoreció en mayor medida al sector financiero, misma que afectó al sector productivo tanto por el bajo monto de inversión que recibió, como por las condiciones de alta tasa de interés del crédito y la apreciación cambiaria que exigía y reproducía la entrada de capitales externos. Situación que generó un endeudamiento creciente y un menor crecimiento económico.

Estos resultados señalados concuerdan con otro indicador clave de la economía real, tal como el coeficiente capital/producto incremental propuesta

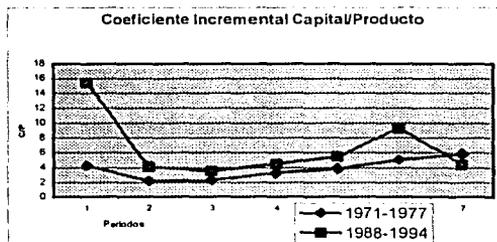
TESIS CON  
 FALTA DE ORIGEN

por Harrod<sup>19</sup>. Según la sencilla relación que mide la formación de capital, la economía mexicana incrementó su monto de capital en relación a una baja tasa de crecimiento del PIB en el periodo 1988-1994, ya que arrojó un coeficiente de 6.4%, lo que significa que el aumento en el capital de la economía es mayor que el aumento en su producto, es decir, que aunque la economía ha contado con una mayor disposición de capital en este periodo, esto no se ha traducido en un incremento de la producción de la economía (ver gráfica 8)<sup>20</sup>. Esto debido a que el mayor monto de capital se recicla vía incremento de las importaciones.

Este pobre resultado contrasta con los resultados obtenidos en gran parte de la década de los años setenta, en lo que se refiere a este indicador, ya que para el periodo 1971-1977 este coeficiente arrojó un resultado de 3.4% y para el periodo 1971-1980 el coeficiente fue de 3.1%. Lo que demuestra que en el periodo de la liberalización financiera el capital tuvo una baja productividad, o que sencillamente el incremento del capital no se utilizó de la mejor manera posible, situación muy contraria a lo que supone Mckinnon, de que los incrementos de la tasa de interés real conducirán a incrementos del ahorro e inversión total.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

Gráfica 8



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y PRONAFIDE.

Estos resultados muestran que la economía mexicana casi ha regresado a la eficiencia productiva de inicios de la década de los años setenta en este periodo, con la única diferencia que en el periodo 1971-1977 había una tasa

<sup>19</sup> En el modelo de Harrod el coeficiente capital/producto incremental es la adición al capital, aunque no necesariamente consiste exclusivamente, o incluso en su mayoría, de bienes de capital. Es simplemente el aumento de todos los bienes durante un periodo.

<sup>20</sup> Este resultado concuerda con el realizado para México por Thirlwall (2001), donde se menciona que para el periodo que va de 1970 a 1997 la economía mexicana reportó un coeficiente capital-producto incremental de, aproximadamente 5, el cual está por encima de la norma para países recientemente industrializados. El coeficiente promedio de ahorro es alrededor de 2 por ciento de inversión, implicando que México ha sido un exportador neto de capital.

promedio anual de crecimiento del PIB de 5.9%, en 1971-1981 de 6.9% promedio anual y en el periodo de la liberalización financiera (1988-1994) este resultado sólo fue de 3.4% promedio anual. Además, otra diferencia es que el crecimiento registrado en los años 70's presionaba en mucho menor medida al sector externo, ya que el déficit de cuenta corriente tuvo un promedio anual de 2, 471 millones de dólares y en el periodo 1988-1994 el déficit externo promedio anual fue de 15, 399 millones de dólares. Las menores presiones sobre el sector externo en los años 70's se explican sencillamente a que la economía estaba más integrada no obstante los problemas productivos que tenía.

Así que estas diferencias sustanciales son las que han acentuado los problemas de vulnerabilidad, dependencia e incremento del desempleo en la economía mexicana. Por lo tanto, tenemos que el proceso de liberalización financiera no eliminó sino que acentuó la restricción externa del crecimiento (el déficit de cuenta corriente), ya que la economía es más dependiente de los recursos externos (bienes y capital). Además, se debe contraer el gasto público y vender las empresas públicas para sostener la paridad cambiaria, lo que finalmente genera inversiones financieras altamente rentables pero directamente improductivas, afectando por tanto a la inversión productiva, el crecimiento económico y como veremos en el siguiente capítulo generador de la crisis financiera de diciembre de 1994.

## 2.4 Bibliografía

Correa, Eugenia y Calvo, Ricardo. 1996. *Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana*. En Revista Comercio Exterior abril.

Dussel, Peters Enrique. 2000. *Polarizing México: The Impact of Liberalization Strategy*. Lynne Rienner Publishers.

Edwards. Sebastian. 1996. *Why are Latin America's saving rate so low? An international comparative analysis*. En Journal of Development Economics.

Ejecutivo Federal. 1997. *Programa Nacional de Financiamiento para el Desarrollo*. Pronafide.

Gelos, Gaston y Werner, Alejandro. 1998. *La Inversión Fija en el Sector Manufacturero Mexicano 1985-94: El Rol de los Factores Financieros y el Impacto de la Liberalización Financiera*. Documento de Investigación No. 9805. Dirección General de Investigación Económica Banco de México Octubre.

Guillén Romo, Arturo. 2000. *México hacia el siglo XXI: Crisis y modelo económico alternativo*. Ed. UAM y Plaza y Valdes.

Huerta González, Arturo. *La Política Neoliberal de Estabilización Económica en México: Límites y alternativas*. Ed. Diana 1994.

- . La Globalización Causa de la Crisis Asiática y Mexicana. Ed. Diana 1998.
- Kalecki, M. 1956. Teoría de la dinámica económica. Ed. Fondo de Cultura Económica.
- Lopez Gallardo, Julio 1998. La Macroeconomía de México: El Pasado Reciente y el Futuro Reciente. Ed. Miguel Ángel Porrúa y UNAM.
- Mántey, Guadalupe. 1996. Riesgo sistémico en el mercado bursátil mexicano y su efecto en la inversión real. En revista comercio exterior, enero.
- y Noemí Levy Orlik. 2000 Desregulación Financiera en el Sudeste de Asia y en América Latina, Crisis Bancarias y Vulnerabilidad a los Programas del FMI. En de la desregulación financiera a la crisis cambiarias en América Latina y el sudeste asiático
- Minsky, Hyman P. 1984. Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo. En Investigación Económica. No. 167, enero-marzo.
- Ros, Jaime y Lusting, Nora. 2000. Trade and Financial Liberalization with Volatile Capital Inflows: Macroeconomics Consequences and Social Impacts in Mexico during the 1990s. Center for Economic Policy Analysis (CEPA) Working Paper Series I, No. 18. February.
- Solís Manjarrez, Leopoldo. 1996. La Crisis Económica Financiera 1994-1995 Ed. FCE y El Colegio Nacional.
- Thirlwall, A. P. 2001. La movilización del ahorro para el crecimiento y el desarrollo. En Investigación Económica abril-junio, 2001, núm 236.
- Valenzuela Feijo, José. 1989. Crítica al modelo Neoliberal Ed. Facultad de Economía UNAM, México.
- Valle, Alejandro y Martínez Gloria. 1996. Los salarios de la crisis. Ed. Facultad de Economía de la UNAM y La jornada ediciones.

### **Capítulo 3**

## **Liberalización Financiera, Incapacidad de Pago y Crisis Financiera (1994-1995)**

### **3.1 El Sobreendeudamiento Externo y la Crisis Financiera**

#### **3.1.1 Fragilidad Financiera e Inestabilidad Cambiaria**

#### **Orígenes de la Fragilidad Financiera**

El proceso de liberalización financiera iniciada en 1989 modificó sustancialmente la estructura de financiamiento del sector público y privado de la economía, ya que el primero utilizó el acelerado proceso de privatización de empresas públicas como fuente de financiamiento para reducir el endeudamiento externo, además de recurrir a las operaciones de mercado abierto para reducir el impacto de la entrada de capitales sobre la base monetaria (esterilización de capitales); en el caso del segundo ante las expectativas de crecimiento y rentabilidad generadas por las políticas estructurales de orientación de mercado y las condiciones de sobrelíquidez del sistema financiero internacional, le permitieron a éste retornar al mercado internacional de capitales y colocar acciones de empresas nacionales en este mercado; también la banca nacional incremento su endeudamiento externo a tasas de interés menores a las internas lo que le permitió incrementar el crédito a las grandes empresas. De esta forma, la economía contó con una gran cantidad de capitales externos suficientes para incrementar las reservas y estabilizar el tipo de cambio y con ello la inflación.

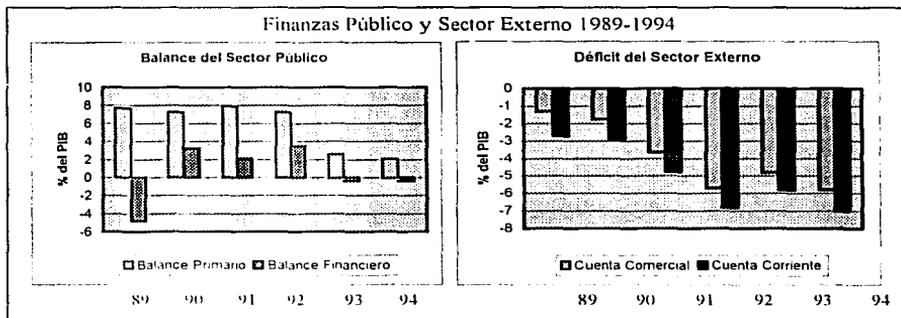
La reducción de la inflación y el saneamiento de las finanzas públicas requerían de la estabilización del tipo de cambio, por lo cual se promovió la liberalización financiera para atraer capitales externos y financiar así dichas variables. Además, con el sentido de alejar las expectativas devaluatorias desde 1988 a 1994 el Estado contrajo su nivel de gasto, desapareciendo de esta forma cualquier apoyo fiscal o de precios para apoyar la dinámica de acumulación de las empresas nacionales.

Así, a falta de condiciones productivas y financieras internas el endeudamiento externo fue el que financió la estabilización nominal del tipo de cambio, el saneamiento de las finanzas públicas y la breve recuperación económica (1989-1992). Sin embargo, dicha política de estabilización nominal cambiaria necesaria para reducir el proceso inflacionario y garantizar la rentabilidad del sector financiero y bursátil, aunada a la apertura comercial acelerada acentuaron el desequilibrio del sector externo, con lo cual la economía se hizo más dependiente de recursos externos para financiar tal desequilibrio.

De esta forma, el resultado del tipo de cambio nominal fijo<sup>1</sup>, la apertura comercial acelerada y la contracción del gasto público, fue el deterioro de la posición competitiva de los productos nacionales, lo que se tradujo en un crecimiento acelerado del déficit de cuenta corriente (ver gráfica 9). Esto último debido a que la privatización de las empresas públicas y la apertura comercial se llevaron acabo demasiado rápido, lo cual afectó las cadenas productivas y comerciales que tanto esfuerzo costaron al país generar en el proceso de sustitución de importaciones.

El déficit de cuenta corriente se multiplicó por diez de 1988 a 1994 al pasar de 2, 376 millones de dólares a 29, 662 millones de dólares, lo cual incrementó el grado de apertura de la economía mexicana al pasar de una relación de comercio total (exportaciones más importaciones) a PIB de 22% en 1988 a 33% en 1994, donde el componente más dinámico correspondió al de las importaciones, las cuales en 1988 representaron una relación de importaciones totales a PIB de 10% y en 1994 fue de 19% y el de las exportaciones a PIB en 1988 fue de 11% y en 1994 tan sólo de 14% (ver cuadro 19). Sin duda, tal comportamiento del sector externo y el conjunto de políticas anti-inflacionarias disminuyeron las condiciones de acumulación de las empresas nacionales, los efectos multiplicadores internos sobre el ingreso y el ahorro, por lo que se incremento el déficit externo y con ello la mayor dependencia de recursos externos.

Gráfica 9



Fuente: Elaborado en base a datos de INEGI e Indicadores Económicos del Banco de México

<sup>1</sup> Tipo de cambio con deslizamientos menores al diferencial de precios entre México y su principal socio comercial Estados Unidos.

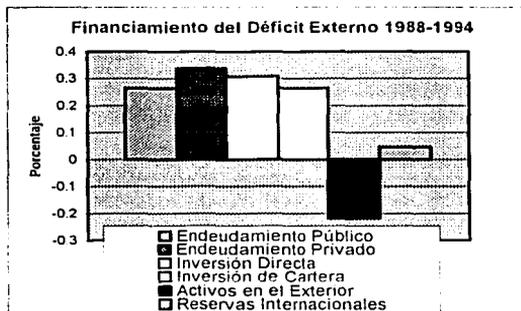
Ahora bien, el problema radicó en que la apreciación cambiaria, la apertura comercial y la privatización de empresas necesarias para atraer e incrementar el flujo de capitales externos (ahorro externo) suficientes para financiar el déficit externo y el tipo de cambio anti-inflacionario, terminaron por reducir el dinamismo de las exportaciones e incrementaron las importaciones, al mismo tiempo que se incrementó el endeudamiento público y privado (ver cuadro 3 del anexo).

En este marco, el problema principal es que el financiamiento de estos desequilibrios (público y privado) crecientes estuvieron determinados por el flujo de capitales externos que circulan sin ninguna regulación nacional o internacional y que gracias a las reformas financiera que han adoptado la mayor parte de los países del mundo, estos capitales pueden entrar o salir de cualquier economía en cuestión de minutos dependiendo del grado de rentabilidad y estabilidad ofrecidos y en menor medida por el grado de desequilibrios macroeconómicos que generan, aunque al final de cuentas ellos marcan el límite de la estabilidad cambiaria. Así, ante el abultado déficit externo equivalente al 5.6% del PIB y el sobreendeudamiento externo público y privado de alrededor del 29.1% del PIB que se presentó en 1993, el capital financiero exigió este mismo año la cobertura cambiaria a través del mayor monto de valores gubernamentales de corto plazo denominados en dólares (TESOBONOS).

Por lo tanto, al ser de corto plazo dicho capital, se debilitó el desempeño del sector financiero, ya que lo obligó a mantener créditos de corto plazo, lo que afectó las condiciones de acumulación y de pago de la economía, tanto por el corto plazo de los créditos (ver gráfica 10), como porque ante estas condiciones las mejores opciones de inversión extranjera y nacional se presentaron en la bolsa de valores y en los valores gubernamentales denominados en dólares.

En resumen, se cayó en un círculo vicioso en el cual el endeudamiento público y privado así como el déficit de cuenta corriente pasó a depender de los capitales externos que se dirigían a la bolsa de valores y a los bonos públicos por su alta rentabilidad de corto plazo y por la apreciación creciente del peso. Esto es así, ya que como muestra la gráfica 10 el financiamiento del déficit externo dependió en forma creciente de los flujos externo, es decir, para todo el periodo de 1988-1994 el 83.7% del financiamiento sólo correspondió a tres conceptos, al endeudamiento público 26.4%, al endeudamiento privado 33.8% y la inversión de cartera 26.3%, donde para los dos últimos años (1993 y 1994) cada concepto con respecto a su total se incremento en 40%, 47.2% y 52.1% respectivamente, colocando de esta forma a la economía en una posición de alta fragilidad financiera ante cualquier cambio de los flujos de capital externos.

Gráfica 10



Fuente: Elaborado en base a Banco de México.- Informe Anual 1999.

### Fragilidad financiera e inestabilidad cambiaria (1994)

La fragilidad financiera<sup>2</sup> de la economía se agravó tanto por el corto plazo de los flujos que financiaban el déficit externo creciente (bonos públicos denominados en dólares e inversión de cartera), por el gran sobreendeudamiento privado y el alza continua en 1994 de la tasa de interés norteamericana derivada del creciente déficit externo de esta economía (ver cuadro 10), provocando así que la economía mexicana recibiera menores flujos de capital, debido a que no estaba generando los ingresos necesarios para cubrir las obligaciones, así como porque al incrementarse la banda de flotación del peso con respecto al dólar se acentuó el riesgo cambiario, dejando de entrar capitales e incrementándose su salida ya que en 1994 la variación de reservas y la salida de capitales sumaron 26, 172 (MD) y las entradas sólo sumaron 20 859 (MD) lo que señala que ante las expectativas devaluatorias los capitales prefirieron buscar mercados más seguros y confiables.

El riesgo cambiario generado por la menor entrada de capitales, el sobreendeudamiento público y privado de corto plazo en dólares, el déficit externo, la disminución de las reservas internacionales y el menor crecimiento económico cuestionaban las altas ganancias especulativas generadas en la bolsa de valores, ya que estas eran producto de la mayor entrada de capitales derivado de la privatización de empresas y del

<sup>2</sup> Por fragilidad financiera entendemos cuando la proporción del servicio de la deuda respecto a las ganancias corrientes de una empresa es creciente, en el caso de una país tal relación se puede entender como la preferencia de bonos denominados en dólares en relación a los denominados en pesos ante un contexto de inestabilidad cambiaria provocada por salida de capitales o por una caída de las reservas internacionales.

endeudamiento externo creciente, así que al desaparecer las expectativas de rentabilidad, estabilidad y crecimiento los capitales externos dejaron de fluir a la economía y con ello la menor colocación y precio de las acciones cotizadas en la bolsa (ver cuadro 10).

Cuadro 10  
Tasa de Interés y Tipo de Cambio en 1994-95

	México			E. U.
	TC	i	Índice BMV	i
Ene-94	3.11	10.52	2,781.4	3.02
Feb	3.11	9.45	2,585.4	3.21
Mar	3.28	9.73	2,410.4	3.52
Abr	3.35	15.79	2,294.1	3.74
May	3.31	16.36	2,483.7	4.19
Jun	3.36	16.18	2,262.6	4.18
Jul	3.40	17.07	2,462.3	4.39
Ago	3.38	14.46	2,702.7	4.5
Sep	3.4	13.76	2,746.1	4.64
Oct	3.42	13.6	2,552.1	4.96
Nov	3.44	13.74	2,591.3	5.25
Dic	3.93	18.51	2,375.7	5.64
Ene-95	5.51	37.25	2,094.0	5.81
Feb	5.69	41.69	1,549.8	5.8
Mar	6.70	69.54	1,832.8	5.73
Abr	6.3	74.75	1,960.5	5.67

Fuente: International Financial Statistics. Central bank: bulletin.

Después de haber cerrado con índices record cada año de 1988 a 1993, la bolsa de valores tuvo en todo el año de 1994 un comportamiento inestable hacia la baja, provocado por la salida de capitales, situación que debilitaba aun más la estabilidad monetaria-cambiaria y presionaba sobre las finanzas públicas por la mayor tasa de interés, incrementándose así el riesgo cambiario y la menor entrada de capitales a la bolsa. Tal situación de volatilidad del IPC y de expectativas devaluatorias que impactaban sobre el sector público y resto de la economía, se trató de revertir con mayores tasas de interés y como nos señala A. Huerta "el gobierno se vio obligado a intervenir a través de NAFINSA en la bolsa de valores con el fin de evitar fuertes caídas de precios de las acciones, utilizando las reservas internacionales para tal efecto, con el objeto de evitar un mayor clima de desconfianza que se tradujese en una salida mayor de capitales" (Huerta, A. 1996: 72).

En efecto, como se señala el gobierno trató de mantener las altas ganancias especulativas y frenar así la inestabilidad cambiaria y la salida de capitales, sin embargo dichos esfuerzos fueron inútiles debido a que proseguía la volatilidad del IPC y la salida de capitales, por lo que se comprometía aun más la

estabilidad monetaria-cambiaria y las finanzas públicas, esto ya que los 88, 330 000 millones de pesos que el gobierno introdujo en 1994 al sector financiero a través de la banca de desarrollo sólo sirvieron para mantener las ganancias especulativas, mismas que al ver lo insostenible del sobreendeudamiento de la economía buscaban rápidamente su salida (ver cuadro 5. B y 12. B del anexo).

Finalmente, se demuestra que la estructura de la entrada de capitales que financiaban el déficit externo impactaban negativamente sobre el sector productivo (ya que distorsionaba la asignación de recursos), las finanzas públicas y el crecimiento económico, ya que incrementaba la apreciación cambiaria, las importaciones y ante el mayor endeudamiento obligó a transformar la deuda denominada en pesos a dólares.

### **3.2.1 La Falta de Divisas como Detonante de la Crisis Cambiaria**

El patrón monetario-cambiario establecido por el proceso de liberalización financiera exige la estabilidad nominal del tipo de cambio, a través del cual se pueden garantizar los rendimientos de pesos en términos de dólares, se estabilizan las variables internas que dependen del tipo de cambio y se puede favorecer un mayor endeudamiento externo. En México, mientras existieron expectativas de crecimiento de la economía y los capitales externos fluían por concepto de las privatizaciones de empresas públicas, por los grandes rendimientos ofrecidos en la bolsa de valores y por el endeudamiento público y privado la convertibilidad de la moneda estaba asegurada.

Sin embargo, ante los grandes desequilibrios presentados por la economía, creciente déficit externo, sobreendeudamiento público y privado, bajo crecimiento y por el estancamiento del IPC de la bolsa de valores, las expectativas sobre la estabilidad del tipo de cambio cambiaron y los capitales externos dejaron de entrar e incrementaron su salida del país debido a su gran volatilidad y su libre movilidad internacional, situación que redujo el nivel de reservas internacionales, comprometiendo el financiamiento del déficit externo y los mayores compromisos gubernamentales de corto plazo indexados al dólar (Tesobonos)<sup>3</sup>.

Además, ante el derroche que el gobierno hizo de las divisas para sostener las ganancias especulativas en la bolsa de valores, tanto para sostener las importaciones baratas que incrementaron el déficit de cuenta corriente, así como por el pago de la deuda externa y por la libre convertibilidad que permitió el banco central para evitar una mayor desconfianza, provocaron que se incrementara la demanda por dólares pese al incremento de la tasa de interés que se hizo para desestimular tal demanda, llevando a una escasez de las reservas internacionales las cuales para todo el año de 1994 sólo eran capaz de

<sup>3</sup> En 1994 los tesobonos pasaron a ser el principal instrumento del gobierno al pasar de 3 665.7 millones de pesos en diciembre de 1993 a 91 717.4 millones de pesos en diciembre de 1994.

cubrir el 3.1% de los compromisos de corto plazo no bancarios (M3) y el 11.7% del total de billetes, monedas y cheques (M1) (ver cuadro 11).

Tal situación de escasez de reservas, de sobreendeudamiento externo y de acciones especulativas contra la moneda llevaron al banco central a retirarse del mercado de cambios el 20 diciembre de 1994, con lo cual tan sólo de diciembre de 1994 a enero de 1995 se registró una devaluación del 40.2% generalizándose la crisis y la incapacidad de pago de la economía.

De esta forma el régimen cambiario antiinflacionario con base en bandas de flotación se colapso, debido a que las autoridades económicas pensaron que con las reformas estructurales de orientación de mercado y el alza de la tasa de interés contarían con el capital externo para financiar el déficit externo indefinidamente, por lo que el tipo de cambio dejó de ser la variable que equilibrara la balanza de pagos. Además, ante la postura de no devaluar la moneda para no afectar la entrada del capitales externos, la propia apreciación derivada de la entrada de capitales, el menor deslizamiento del peso con respecto al nivel inflacionario<sup>4</sup> y la apertura externa acelerada fueron acabando año con año las reservas internacionales en relación a los agregados monetarios, esto es así ya que en 1987 las reservas internacionales eran capaz de cubrir más del 100% de los agregados monetarios y en 1994 se llegó al nivel mínimo de cobertura (ver cuadro 11). Así, ante la caída de las reservas internacionales y el con el sobreendeudamiento externo de la economía se crearon las condiciones objetivas para que cualquier hecho (político) desatara la reversión de los capitales especulativos que financiaban el déficit externo, llevando así a la libre flotación del peso. Situación que como ocurrió en el periodo de 1982-1987 regresó a la utilización del tipo de cambio como mecanismo de ajuste del sector externo, con la única diferencia que ante la devaluación de 1994-1995 el endeudamiento externo y la apertura de la economía son mayores, por lo que la devaluación implica mayores efectos recesivos sobre la economía.

Cuadro 11  
Reservas Internacionales en relación a  
los Agregados Monetarios (%) 1987-1995

	1987	1991	1992	1993	1994	1995
Reservas/M1	216.18	52.87	47.47	52.81	11.77	14.82
Reservas/M2	16.15	21.59	18.52	21.44	4.09	3.97
Reservas/M3	41.31	18.25	15.98	17.10	3.13	3.53
Reservas/M4	36.10	14.97	12.91	13.38	2.49	2.78
Total	309.76	107.69	94.90	104.74	21.49	25.12

Fuente: Elaborado con base a datos del Banco de México: *Indicadores Económicos*.

<sup>4</sup> El objetivo de reducir la tasa de inflación a un dígito llevo a reducir el ritmo del deslizamiento de la moneda, ampliando de esa forma la sobrevaluación cambiaria.

La situación de escasez de divisas continuó en todo el año de 1995, a pesar del crecimiento de las exportaciones y del paquete de rescate internacional del FMI y de Estados Unidos principalmente, por lo que se tuvo que devaluar más el peso con respecto al dólar, tal medida reportó una devaluación de diciembre de 1994 a marzo de 1995 del 94.5% generando de esta forma la crisis financiera, la incapacidad de pagos, la recesión económica y la crisis bancaria. De esta forma, se demuestra que las alteraciones del tipo de cambio obedecen a los efectos del tipo de capital que financia a ésta variable y a la economía y no a las políticas de gasto público.

### **3.2 Efectos de la Política de Estabilización Económica**

#### **3.2.1 Ajuste Externo y Contracción Económica**

La respuesta de política económica ante la incapacidad de pago externo de la economía en 1995, tuvo en su base un programa de corte ortodoxo contraccionista y devaluatorio, el cual se basó principalmente en los siguientes cinco puntos:

1. En un paquete de rescate internacional por parte de E. U., el FMI, el Banco Mundial y el BID el cual ascendió a la cifra de 51 637 millones de dólares, de los cuales se dispusieron 26 253 millones en 1995.
2. Libre flotación del peso con respecto al dólar (al menos sólo en parte de 1995)<sup>5</sup> para encarecer las importaciones, fomentar las exportaciones y conseguir así un superávit de cuenta corriente.
3. Una caída del gasto público programable en términos reales de 14.8% en relación al año anterior e incremento del IVA del 10 al 15%.
4. Contracción del crédito e incrementos sustanciales de la tasa de interés líder (Cetes a 28 días) y de la tasa de interés real activa.
5. Limitación al crecimiento de los salarios nominales por la vía de rebajar el salario mínimo.

El objetivo de la política implantada era lograr una mayor confianza internacional a través de la continuación de la política económica predominante en el periodo 1988-1994, atraer de vuelta los flujos de capital de corto plazo y generar un ahorro interno forzoso a través de la contracción del consumo y la inversión, para así restringir importaciones y generar un superávit de comercio exterior para hacer frente a los compromisos externos de corto plazo, así como al préstamo internacional donde las exportaciones petroleras habían quedado como colateral.

---

<sup>5</sup> Este punto se tratará más afondo en el capítulo 4.

Tales medidas junto con el paquete de ayuda internacional aseguraron la redención en dólares de los vencimientos de los Tesobonos, con lo cual no sólo se hizo frente a los compromisos de corto plazo sino que se garantizó la estabilidad de los mercados emergentes y de los fondos de inversión norteamericanos. Además, con la aplicación de una política monetaria orientada a favorecer, de nuevo, el ingreso de capitales de cartera y la continuación en 1995 de la intervención del gobierno a través de NAFINSA<sup>6</sup> en la bolsa de valores con el fin de mantener a la alza los precios de las acciones fue como de nueva cuenta se reanudaron los flujos externos de capital en abril de este año ante el repunte del mercado bursátil mexicano.

Sin embargo, si bien la incapacidad de pago externa fue contenida en el corto plazo a través de un mayor endeudamiento externo, la magnitud del ajuste externo e interno generaron la peor caída del producto de la historia moderna de la economía mexicana y una crisis bancaria de grandes proporciones, en promedio la economía tuvo en 1995 una caída del 6.7% del PIB, el endeudamiento externo pasó de 139 818 millones de dólares en 1994 a 165 645 millones de dólares en 1995, la cartera vencida de los bancos casi se multiplicó por dos de 1994 a 1995 y la inflación se incremento 52% en promedio para todo 1995.

Así, ante la falta de recursos externos para seguir financiando el proceso de liberalización económica, no sólo se tuvo que contraer la economía para mantener la igualdad:

$$\text{exportaciones} - \text{importaciones} = \text{ahorro} - \text{inversión}^7$$

Sino que el ajuste externo e interno han tenido que ser mayores para hacer frente a los compromisos de corto plazo y seguir así en el proceso de liberalización comercial y financiera, esto es así, ya que mientras el déficit de cuenta corriente con respecto al PIB promedio 0.3% que correspondería al lado izquierdo de la ecuación anterior, el ahorro interno con respecto al PIB promedio 19% y la inversión con respecto al PIB promedio 16.9%, es decir, se originó un ahorro forzoso aún mayor del necesario para equilibrar el sector externo, lo que necesariamente se reflejó en la severidad de la caída de la actividad económica de 6.7%.

Como se mencionó la devaluación y la política contraccionista permitieron desaparecer las presiones sobre el sector externo y pasar de un déficit

<sup>6</sup> En 1994 el gobierno dispuso a través de la banca de desarrollo de 88 330 000 millones de pesos mismos que se dirigieron al sector financiero y en 1995 la cantidad hacia este sector fue de 92 355 000 millones de pesos.

<sup>7</sup> Cabe señalar que la ecuación original se representa como  $CC=X-M=Ahorro\ privado-Inversión-(G-T)$ , donde  $CC$ = cuenta corriente y  $(G-T)$ = ahorro o déficit del sector público. En 1995 como el sector público tuvo un ahorro de 4.7 como porcentaje del PIB, entonces  $(G-T)=-4.7$  que al multiplicarse por el signo negativo da 4.7 como porcentaje del PIB, mismo que se le suma al ahorro privado para dar un resultado de 19% del PIB.

comercial de 18 463.7 millones de dólares en 1994 a un superávit de 7 088.5 millones de dólares en 1995, donde el ajuste comercial externo recayó principalmente sobre las importaciones de bienes de consumo las cuales tuvieron una caída en 1995 de 43.9%, los bienes de capital también sufrieron una caída de 34.7% y los bienes intermedios a pesar del ajuste devaluatorio tuvieron un incremento del 3.4% debido al incremento de las exportaciones de maquila, ya que las importaciones de bienes intermedios para el mercado interno tuvieron una caída del 10.6% y las importaciones de bienes intermedios para la maquila crecieron en 27.9%. En cuanto a las exportaciones manufactureras de no maquiladoras tuvieron un crecimiento de 46.9% y las exportaciones del sector maquilador reportaron un crecimiento de 18.4% (ver cuadro 11. B del anexo).

En cuanto al ajuste interno como se señaló anteriormente, afectó principalmente a la participación de la inversión en el PIB ya que este pasó de ser 21.6% en 1994 a 16.9% del PIB en 1995, en cuanto al ahorro interno este pasó de ser 15% del PIB en 1994 a 19% del PIB en 1995, además, el consumo global cayó 11.7% y el gasto público programable cayó 14.8% en términos reales. Este ajuste de ahorro/inversión a la baja ( $I < S$ ) provocó que la industria manufacturera cayera en 4.9%, la construcción en 23%, el comercio en 16% y la minería en 2.8%, incrementándose así el desempleo y la caída del nivel de vida de la mayor parte de la población.

De esta forma, el gobierno y su programa de emergencia económica sólo buscó contraer la economía para generar los recursos necesarios y así hacer frente a los compromisos externos, es decir, los únicos objetivos fueron generar un ahorro forzoso y estabilizar el mercado financiero a través de un mayor endeudamiento externo e interno, del alza de la tasa de interés, de la contracción del crédito y del gasto de gobierno, y no se tomaron en cuenta los efectos de estas políticas sobre la demanda global y las condiciones de pago de los agentes que habían contraído un sin número de créditos. Así, aunque se impidió que la economía cayera en una moratoria de pago externo a través de un mayor endeudamiento externo, de elevadas tasas de interés y de contracción del gasto, para seguir así con el proceso de globalización de los mercados financieros, el costo de la estabilización externa además de la recesión de la economía generó una crisis bancaria e insolvencia de las empresas, situación que demandara un mayor endeudamiento externo e interno, tanto para hacer frente a las obligaciones externas que hicieron posible a la banca flexibilizar el crédito interno, como para cubrir los depósitos ubicados en el sistema bancario.

### 3.2.2 Crisis Bancaria

Los problemas de la banca y del sistema financiero nacional no comenzaron con la devaluación de diciembre de 1994, sino al privilegiar la apertura comercial, la apreciación cambiaria, la contracción del gasto y la desregulación del sistema financiero con el sentido de elevar el ahorro externo, financiar el déficit externo y el tipo de cambio antiinflacionario. De tal forma, estas políticas disminuyeron las ganancias, el ahorro interno y el crecimiento económico, y con ello la economía se hizo más dependiente del endeudamiento externo (ahorro externo), lo que incrementó la relación de endeudamiento a PIB y comprometió el reembolso de los créditos que había recibido y proporcionado la banca comercial.

En este contexto, la banca pudo prestar más allá de sus recursos propios debido a las expectativas de crecimiento y por la mayor disponibilidad crediticia a tasas de interés bajas en el exterior. Además, ante el menor déficit gubernamental, la eliminación del encaje legal y el coeficiente de liquidez, la banca nacional dispuso de una cantidad mayor de recursos con los cuales pudo flexibilizar el crédito ante la apuesta optimistas de crecimiento y rentabilidad.

Por el otro lado, la demanda de créditos fue creciente, debido en parte a la práctica inexistencia de crédito en periodo de 1983-1987, así como ante la necesidad de las empresas (el crédito se concentró sobre todo en las grandes y medianas empresas) por créditos para su modernización y poder competir en la economía abierta.

Los problemas estuvieron en que con la privatización de los bancos, la supervisión estatal del sector financiero se debilitó, con lo cual se eliminaron las prácticas de asignación de crédito, es decir, la regulación de los créditos fue abandonada y los bancos no vigilaron la direccionalidad del mayor crédito asignado, ellos solamente se dedicaron a expandir el crédito con el objetivo de ganar ante las expectativas de crecimiento. Lo que provocó que una mayor parte del crédito se dirigiera a actividades que no generan excedentes de producción ni de divisas.

El 57% del crédito que la banca comercial ofreció de 1989 a 1993 se dirigió al comercio, servicios financieros y otras actividades y sólo el 17.5% se dirigió a la industria. En el caso de la banca de desarrollo a esta misma actividad sólo le dirigió el 8%. (ver cuadro 5. A y 5. B del anexo). Distinto habría sido si el mayor crédito se hubiera condicionado a la formación de una planta exportadora altamente dinámica, lo cual hubiera disminuido la necesidad creciente de divisas, lo que sucedió fue todo lo contrario, cada año se necesitó de una mayor cantidad de divisas ya que el déficit externo no dejaba de crecer debido a la liberalización comercial, al tipo de cambio nominal fijo y a la expansión del crédito interno, lo que obligó a alzas constantes de las tasas de interés, la de los Cetes para atraer y evitar la salida de capitales y la tasa activa bancaria, la cual se incrementó para generar un mayor margen financiero

(activa-pasiva) para ampliar el monto de reservas y protegerse del incremento de la cartera vencida generada por la baja capacidad de crecimiento y de acumulación de las empresas (ver cuadro 6).

Los oferentes y demandantes del crédito no sólo fueron afectados por el alza de las tasas de intereses, sino también por el mayor coeficiente importado del consumo y la inversión, es decir, el demandante del crédito que produce para el mercado interno no ve incrementado sus ingresos y sus ganancias en las magnitudes deseadas, debido al menor crecimiento de ventas internas, y al mayor componente importado de la demanda y producción nacional, por lo que resulta doblemente afectado el sistema bancario. Al no realizarse internamente el proceso productivo a que da lugar el crédito, se afecta el crecimiento de la captación de depósitos bancarios. Esto último dificulta mantener la política de refinanciamiento de las empresas; éstas enfrentan entonces problemas de insolvencia, y ello desestabiliza aún más al sistema financiero (Huerta, A. 1998:88).

Tal situación continuó mientras el crédito externo se flexibilizó, lo que llevó a un grado de apalancamiento mayor tanto de los oferentes y demandantes de crédito interno y de toda la economía en su conjunto con respecto al exterior, ya que no se generaba un crecimiento dinámico y un excedente de divisas con el cual hacer frente al endeudamiento externo contraído por la banca y el sistema financiero nacional.

Ante esta problemática, la situación bancaria empeoró, primero al desaparecer las condiciones de confianza y rentabilidad que existían sobre la economía debido al sobreendeudamiento externo y al riesgo cambiario generado por éste, entonces el crédito externo e interno se contrajeron, al mismo tiempo que se elevaba la tasa de interés debido al riesgo cambiario (1993-1994). Después, con las devaluaciones de 1994-1995 y con el paquete de política económica de estabilización de los mercados financieros de contracción de la economía a través de un menor gasto público, el alza de la tasa de interés y de contracción salarial, los bancos y las empresas se encontraron en una incapacidad de pago frente a sus acreedores, debido a los efectos dañinos que tuvo la política de ajuste externo sobre la demanda global, el crecimiento del mercado interno, de las ganancias y el grado de endeudamiento.

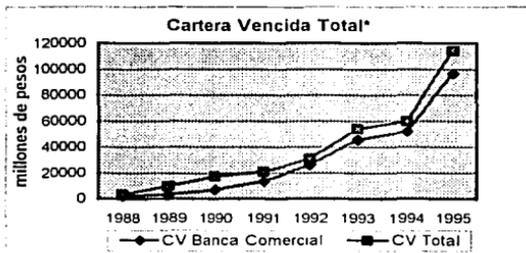
Con una caída de la demanda global, las empresas se volvieron más dependientes de la demanda doméstica, pero la política fiscal aseguraba que dicha demanda caería. Por lo tanto, las empresas tuvieron un incremento de sus costos financieros de corto plazo y un colapso de sus flujos de ingreso para hacerles frente. Nada excepto un estancamiento de la demanda doméstica podía empeorar los flujos de efectivo de las empresas, mientras el incremento de la tasa de interés empeoraba sus costos financieros (Kregel, J. 2001:10).

En efecto, las altas tasas de interés aumentaron la relación de endeudamiento y la carga del servicio de la deuda, por lo que se volvió más difícil el cumplimiento de los pagos, lo que llevó al incremento de la cartera vencida de los bancos y la desestabilización de los mismos.

Desde 1992 el índice de morosidad (cartera vencida/ cartera de crédito total) de la banca comercial fue de 7.4% y de la banca de desarrollo de 4.2%, rebasando de tal forma los límites considerados aceptables en las prácticas bancarias internacionales, y específicamente en los acuerdos de Basilea, que establecen un índice de morosidad del 3.5% como máximo aceptable. Este índice se incremento para 1995 en 12.3% para la banca comercial y 5.2% para la banca de desarrollo como resultado del gran incremento de la tasa de interés para atraer y retener a los capitales externos y por las devaluaciones de este año, desestabilizando así a la banca comercial y de desarrollo aún más de lo que ya estaban (ver gráfica 11).

Así que la crisis financiera y bancaria no sólo fueron agravadas por la devaluación de inicios de 1995, sino por todo el conjunto de política económica que se basa en la entrada de capitales y liberalización comercial, con el sentido de reducir la inflación y favorecer aún más la entrada de capitales, los cuales se creen incrementarían la inversión productiva y el crecimiento económico, como lo hemos visto esto no ha sido así lo que ha redundado en los problemas de cartera vencida.

Gráfica 11



Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, varios números.  
 \* CV total = Cartera Vencida de la Banca Comercial y de Desarrollo.

Si bien en un principio la banca y el resto de los sectores económicos fueron favorecidos con un gran monto de recursos externos con los cuales se pudo estabilizar el tipo de cambio, la inflación y expandir el crédito interno, estos resultaron ser muy caros y hasta inflacionarios, a través del efecto que tiene la tasa de interés sobre los costos financieros del sector público y privado.

De esta forma, además de los efectos dañinos de la política económica de estabilización de los mercados financieros de 1995 sobre el crecimiento de la cartera vencida, también gran parte del auge de los créditos correspondió a créditos al consumo (tarjetas de crédito, compra de automóviles y créditos hipotecarios) los cuales generalizaron los problemas de cartera vencida al incrementarse la tasa de interés debido a que se colocó una gran parte del financiamiento en sector que no genera ingresos/divisas y que depende de una renta, por lo que son muy sensible a los movimientos de la tasa de interés y de la economía.

Finalmente, cabe señalar que además de lo mencionado el crecimiento de la cartera vencida y la crisis bancaria tienen como origen los malos manejos presentados por los nuevos dueños de los bancos, los cuales flexibilizaron el crédito sin tener asegurado su reembolso y sin establecer reservas preventivas para asegurar los créditos más riesgosos; así como la utilización de los créditos para especular y crear los imperios financieros que no tenían algún sustento real.

La crisis financiera de 1994-1995 no sólo generó la incapacidad de pago de los bancos, de las empresas, de personas y del gobierno, además mostró el fracaso de la liberalización financiera para dirigir, administrar y refuncionalizar a la banca para que impulse el crecimiento a través de una mayor captación de ahorro y su canalización a la inversión productiva, sino que también comprometió el reembolso de los depositantes, por lo que el Estado ha tenido que intervenir para evitar una mayor crisis y desconfianza sobre el sistema bancario nacional.

Así, como veremos en el siguiente capítulo el Estado ha tenido que hacer suya parte de la deuda externa e interna del sistema bancario por lo que ha comprometido la generación de créditos y mayores condiciones de crecimiento económico estable en el periodo 1996-2001.

### 3.3 Conclusiones

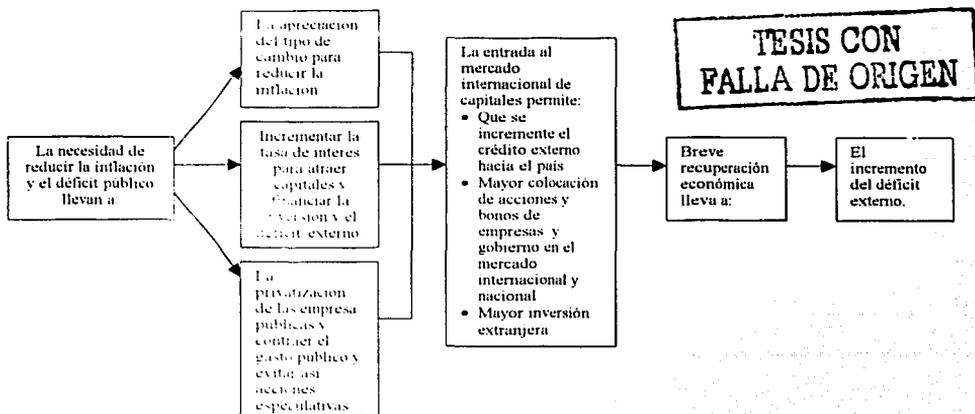
La crisis financiera, la recesión económica y la crisis bancaria desatadas en 1995 demuestran que el proceso de liberalización financiera y el conjunto de políticas que se instrumentan para tal fin han sido incapaces de incrementar en forma sostenida la tasa de crecimiento económico, esto principalmente debido a que:

1. Ante la falta de condiciones productiva y financieras endógenas se plantea la estrategia de liberalización financiera y comercial como la única forma de financiamiento del crecimiento económico, lo cual a su vez exige la creación de espacios de rentabilidad y crecimiento de la inversión privada llevando así a la mayor privatización de empresas públicas, a la desregulación del sistema

financiero y bancario, y a la eliminación de restricciones a la inversión extranjera en diversos sectores reservados al Estado.

- La necesidad de estabilizar el tipo de cambio y con ello la tasa de inflación y el déficit público con el sentido de garantizar la rentabilidad del capital externo ubicado en el país, han llevado a las autoridades a la renegociación de la deuda externa lo cual ha implicado un mayor acuerdo en la aplicación de las reformas de orientación de mercado y en la globalización de los mercados financieros, lo que ha permitido al país regresar al mercado internacional de capitales, obtener una mayor confianza, un menor riesgo-país y un mayor monto de inversión extranjera tanto por el proceso de privatizaciones así como por el incremento de la tasa de interés real.
- Además, el retorno al mercado internacional de capitales y la desregulación del sistema financiero han posibilitado un mayor endeudamiento externo público y privado, a través del crédito y de la mayor colocación de bonos y acciones. De esta forma, el capital externo se convierte en la variable de financiamiento del tipo de cambio, de la menor inflación, del sector público y permite también que se incremente el crédito interno y el monto de importaciones (por el endeudamiento privado) y así una breve recuperación económica. Estos tres puntos se intentan resumir en el Esquema 1.

Esquema 1. Elementos que llevan al Endeudamiento Externo

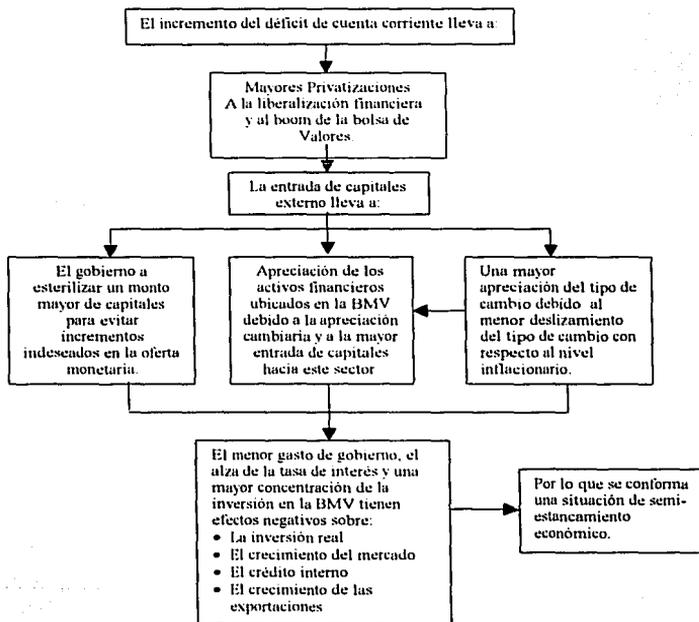


- La breve recuperación de la economía lleva al incremento del déficit externo, tanto porque el mayor crédito interno que se dirige al financiamiento de importaciones de bienes de consumo e intermedios, así como por el alto componente importado de las exportaciones y la apreciación cambiaria, por lo

que se hace necesario incrementar el proceso de privatizaciones para seguir atrayendo capitales externos y financiar así el déficit externo y las demás variables macroeconómicas.

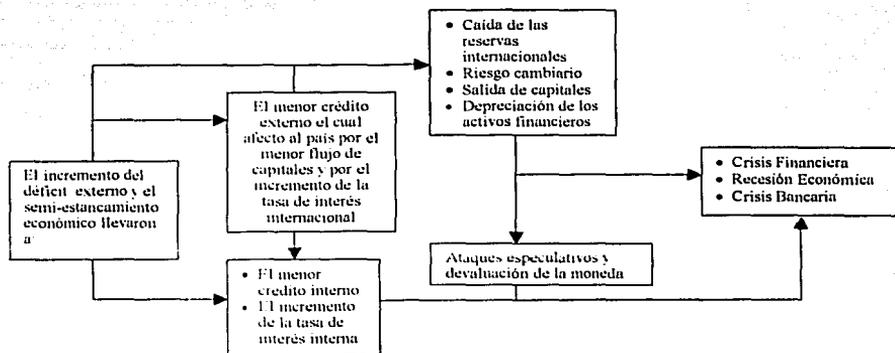
5. La mayor entrada de capitales atraídos por las privatizaciones y la apreciación de la moneda, tienen principalmente dos efectos sobre la economía, por un lado el compromiso de reducir el nivel inflacionario para incrementar así el rendimiento del capital ubicado en el país obliga al gobierno a esterilizar un monto mayor de capitales para evitar así presiones sobre la oferta monetaria, de esta forma el incremento del endeudamiento interno por la mayor colocación de bonos del gobierno lleva a contraer aún más el gasto público para cumplir de esta forma con el superávit fiscal. Por el otro lado, el menor gasto público y la apreciación cambiaria configuran una estructura de la ganancia a favor de lo financiero-especulativo, por lo que la inversión interna y externa se concentra en mayor medida en este sector.

Esquema 2. Fuentes del Semi-Estancamiento Económico



6. Ahora bien, la menor inversión en el sector productivo, el mayor crédito sobre sectores que no generan excedentes de producción y divisas, y la apreciación cambiaria disminuyeron la competitividad de las empresas nacionales y agudizaron los problemas de oferta de la economía, incrementando así las importaciones y el déficit externo. Dicha situación continuó mientras el crédito externo se flexibilizó, provocando así un rápido crecimiento de la relación entre pasivos externos y producto del país, del déficit externo y terminó limitando el crecimiento de la economía y del ahorro interno.
7. El semi-estancamiento económico, el déficit y endeudamiento externo incrementaron la preferencia por la liquidez de los agentes que financiaban el déficit externo, es decir, desaparecieron las expectativas de crecimiento y rentabilidad sobre la economía mexicana por lo que dejaron de entrar capitales al país, se limitó la mayor colocaciones de bonos y acciones así como su renovación, se contrajo el crédito externo e interno y con ello se incrementó la necesidad de mayores capitales externos tanto para el financiamiento del déficit externo y de la mayor deuda interna dolarizada (Tesobonos).
8. La menor entrada de capitales llevó a la disminución de las reservas internacionales, lo que incrementó la incertidumbre cambiaria y ello repercutió en mayores tasas de interés para evitar aumentos de la demanda de dólares, afectando de esta forma a la inversión, al crédito y al sistema financiero. Sin embargo, debido al abultado endeudamiento externo el capital continuó su salida hacia mercados más seguros y rentables llevando a una mayor escasez de divisas y por lo tanto a la devaluación de la moneda. Por lo tanto, las alteraciones de la tasa de cambio obedecen a la composición del capital que financia esta variable y no a las políticas de gasto
9. Las devaluaciones del peso y las alzas constantes de la tasa de interés de 1994-1995 con el sentido de mantener los flujos de capital y seguir de esta forma en el proceso de liberalización comercial y financiera, provocaron la recesión económica y la crisis bancaria, lo cual demuestra la incapacidad de la liberalización financiera de generar las condiciones de estabilidad y crecimiento.

### Esquema 3. Fuentes de la Inestabilidad Financiera



Como vemos, la necesidad de financiamiento creciente de la economía abierta implica no tener política monetaria, fiscal y cambiaria para el crecimiento. De tal forma, la economía pasa a depender de los recursos externos, los cuales si bien permiten incrementar las importaciones y reducir la inflación, terminan por apreciar la moneda, incrementando el endeudamiento externo y el coeficiente importado de la producción nacional. Además, los requerimientos de capital son crecientes aún a pesar del bajo crecimiento debido a la imposibilidad de restringir importaciones, ya que el TLC de América del Norte lo impide, por lo que la necesidad de financiar el mayor crecimiento de las importaciones sobre las exportaciones se convierte en la restricción externa al crecimiento económico.

### 3.4 Bibliografía

Gil-Díaz, Francisco and Carstens, Agustín. 1996. Some Hypotheses Related To The Mexican 1994-95 Crisis. Banco de México, documento de investigación No. 9601 enero.

Guillén Romo, Arturo. 2000. México hacia el siglo XXI: Crisis y modelo económico alternativo. Ed. UAM y Plaza y Valdes.

Huerta González, Arturo. 1996. Causas y Remedios de la Crisis Económica de México. Ed. Diana.

— 1997. Carteras Vencidas, Inestabilidad Financiera: Propuestas de Solución. Ed. Diana.

Kregel, Jan. 2001. Development Finance When Monetary Policy is Part of a Structure Adjustment Package Remark. Presentado en el Seminario Hacia Una Política Monetaria, Financiera y Fiscal para el Desarrollo, UAM, Xochimilco, Mayo 24.

Krugman, Paul y Obstfeld Maurice. 1999. Economía Internacional: Teoría y Política. Ed. Mc Graw Hill cuarta edición.

Lopez Gallardo, Julio 1998. La Macroeconomía de México: El Pasado Reciente y el Futuro Reciente. Ed. Miguel Angel Porrua y UNAM.

## **Capítulo 4** **Liberalización Financiera y su Profundización, Inestabilidad Económica** **y Sector Externo (1996-2001)**

### **4.1 Teoría y Política Cambiaria en el Proceso de Profundización Financiera**

#### **4.1.1 Libre Flotación del Tipo de Cambio y sus Determinantes**

##### **Planteamiento del Problema de Estudio**

Como resultado de las devaluaciones de diciembre de 1994 y de 1995 las autoridades económicas del país han señalado la incongruencia de mantener un tipo de cambio semi-fijo con los objetivos de política interna (crédito interno, tasa de interés, política monetaria y fiscal) por lo que desde diciembre de 1994 se ha privilegiado un régimen cambiario de libre flotación (Banco de México, 1999). Sin embargo, con la devaluación del 94.7% del peso entre noviembre de 1994 y marzo de 1995 se obtuvo una subvaluación del peso que rápidamente se perdería a lo largo de 1995 y 1996, ya que de marzo a diciembre de 1995 el tipo de cambio pasó de 6.70 pesos por dólar, a 7.66; es decir, hubo una devaluación del 14.3%, en cambio el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en dicho periodo creció 32.7%. A lo largo de 1996 el tipo de cambio se devaluó en 5.0% y el INPC creció 23.4%, lo que manifiesta de nuevo una tendencia hacia la apreciación del peso frente al dólar, así que la política cambiaria se vuelve adecuar a las necesidades del capital financiero.

Debido a que se mantiene el objetivo de reducir de nuevo la inflación a niveles de un dígito en el periodo 1996-2000 (PRONAFIDE, 1997), es como se ha favorecido la sobrevaluación de la moneda necesaria tanto para reducir la tasa inflacionaria como para garantizar la rentabilidad de los activos financieros (ubicados en el mercado de dinero y mercado de capitales) y de esta forma seguir atrayendo capitales externos y financiar así la liberalización económica. Es así, como desde 1995 con la estabilización del tipo de cambio y junto con el alza de la tasa de interés interna, fue como se logró a inicios del segundo trimestre de este año que la bolsa de valores comenzara su recuperación alcista y que el gobierno incrementara un número mayor de bonos públicos, permitiendo así el retorno de los capitales externos al país, aunque de forma moderada debido al riesgo que aún existía, lo cual aunado al paquete de rescate internacional evitaron una mayor depreciación del tipo de cambio en 1995.

El presente capítulo analiza los efectos de la llamada "libre flotación" del tipo de cambio sobre los tres puntos siguientes:

- a) Los efectos que la "libre flotación" del tipo de cambio y las políticas monetaria y fiscal contraccionistas que la acompañan sobre las condiciones de crecimiento económico.

- b) La relación del régimen cambiario de "libre flotación" con el crédito interno y las condiciones de acumulación de la economía.
- c) Los efectos que tiene el tipo de cambio sobre las exportaciones al ajustarse éste al movimiento de capitales y no al diferencial de precios.

#### 4.1.2 Determinantes internos de la flotación cambiaria

Se menciona que la crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993) y los recientes episodios de crisis en los mercados emergentes (México 1994-95, Sudeste Asiático 1997-1998, Rusia 1998 y Brasil 1999) han mostrado la inoperancia de trabajar con bandas cambiarias o paridades móviles, por lo cual, diferentes países han visto al régimen de tipo de cambio flotante en un contexto de liberalización financiera como la única forma de evitar una crisis financiera (véase UNCTAD 2001)

Es decir, los países que están integrados al sistema financiero internacional han tendido a establecer tipos de cambio flexibles y a relegar los tipos de cambio ajustables, debido a que se señala que "un tipo de cambio fijo o ajustable reduce la flexibilidad de la política monetaria, limita los ingresos de señoraje, y contrae el uso de la política fiscal, debido a la necesidad de contraer el gasto público para defender un nivel de tipo de cambio específico y evitar acciones especulativas" (Hefeker, Carsten, 2000:166). En cambio, bajo un régimen de libre flotación la economía adquiere una variable más para enfrentar los choques externos y por lo tanto la volatilidad de los mercados financieros, es decir, el libre movimiento del tipo de cambio con respecto al diferencial de precios internos versus externos permite reducir las presiones sobre el sector externo y el tipo de cambio, lo que permite mantener fundamentos económicos sanos, evitar acciones especulativas sobre el sector externo y una crisis financiera

Además, se menciona que al no comprometerse con un nivel específico de tipo de cambio hay mayor margen para que la economía pueda flexibilizar la política monetaria y fiscal de acuerdo a los objetivos de crecimiento y empleo, es decir, la tasa de interés y el gasto público se pueden flexibilizar para incrementar la inversión, la competitividad y las exportaciones<sup>1</sup>.

En virtud de dichas bondades es como algunas economías han preferido trabajar con tipos de cambio flexibles, para lo cual, lo primero que se debe evitar es la intervención de las autoridades sobre cualquier compra o venta deliberada de divisas internacionales (intervención en el mercado de cambios), tal y como señala la ecuación siguiente:

$$\Delta R = BP = TC + CK$$

<sup>1</sup> Para mayores detalles del funcionamiento de un tipo de cambio flexible véase Banco de México (1999).

Esta ecuación establece que el saldo global de la balanza de pagos (BP) es igual a la suma del saldo de las transacciones corrientes (TC) y la entrada líquida de capitales en una economía (CK). El saldo global de la balanza de pagos es igual a la variación de las reservas ( $\Delta R$ ), que en un esquema de tipo de cambio fijo varía pasivamente para compensar cualquier desequilibrio entre oferta y la demanda de divisas –asociado a los resultados de la cuenta corriente y de capital–.

Bajo un régimen de tipo de cambio fluctuante puro, el Banco Central no usa las reservas para intervenir en el mercado de cambios de manera que el resultado global de la balanza de pagos (igual a la variación de las reservas) es igual a cero.

En el caso de México, las autoridades económicas señalan que México cuenta con un tipo de cambio flexible desde diciembre de 1994. Sin embargo, la realidad es que dicha flexibilidad no lo es tanto, ya que por un lado la economía mexicana dependió del paquete de rescate internacional de 1995 para evitar una mayor depreciación del tipo de cambio, lo que por sí solo señala la ingerencia de factores externos sobre la variación de las reservas internacionales, además, desde 1997 el Banco de México ha mantenido un esquema de venta contingente de dólares con el objetivo de evitar depreciaciones excesivas del tipo de cambio. Así, hasta el momento podríamos señalar que el régimen cambiario de México de 1994 a la fecha es el de una flotación sucia o controlada.

Sin embargo, por otro lado, el hecho de mantener la misma política fiscal y monetaria (altas tasas de interés reales y contracción del gasto público) que rigió cuando el tipo de cambio era semi-fijo (1988-1994), cuestionan el hecho de que simplemente se trate de una flotación sucia o controlada, lo que supone una franca estabilización nominal del tipo de cambio la cual se transforma rápidamente en una apreciación cambiaria al no reducirse la inflación con la misma velocidad. En este sentido nos señala Arturo Huerta que "se instrumentan drásticas políticas monetarias, fiscales y crediticias contraccionistas que restringen la actividad económica y con ello la demanda por divisas. Asimismo, instrumentan políticas de altas tasas de interés y acentúan la venta de empresas públicas para estimular la entrada de capitales y así aumentar la oferta de divisas" (Huerta, A. 2000:4).

Es así, como el tipo de cambio pasa a estar determinado por la oferta y demanda de divisas, y donde la política económica se orienta a incrementar la oferta y restringir la demanda de divisas, así como a intervenir periódicamente sobre el mercado de cambios, lo que termina apreciando el tipo de cambio al no responder éste al diferencial de precios internos y externos. De esta forma, se ha procedido de nuevo en el periodo 1995-2001 a la subordinación de la política monetaria, fiscal y salarial para estabilizar el tipo de cambio, lo que ha tenido diversas implicaciones para el crecimiento económico tal y como se señala a continuación.

### *Política Monetaria y Cambiaria:*

- La necesidad de estabilizar el tipo de cambio llevó a las autoridades económicas del país a descentralizar el Banco de México del gobierno federal en 1994, es decir, se le concede la autonomía al Banco Central con lo cual no sólo se elimina el objetivo de fomentar el crecimiento económico por el de estabilización de precios, sino que además se restringió el financiamiento al gobierno federal ya que se menciona que se generaría un financiamiento inflacionario que incrementaría el déficit público y del sector externo (de acuerdo al monetarismo se establece una relación entre estos dos déficit's) presionando así sobre la estabilidad del tipo de cambio y resto de variables internas.
- Lo anterior se puede observar con el programa monetario del Banco Central el cual esta dividido en los tres puntos siguientes: 1) Objetivo de inflación anual. Este objetivo es establecido conjuntamente por el Gobierno Federal y el Banco de México, y es percibido como el resultado de un esfuerzo concertado para coordinar la política monetaria y fiscal. La política monetaria y fiscal son diseñadas basadas en tal objetivo, y este mismo también ayuda a la determinación del salario mínimo; 2) Reglas definidas sobre el comportamiento de la base monetaria, junto con un compromiso cuantitativo sobre acumulación de reservas internacionales y la variación del crédito doméstico neto. El objetivo de estas reglas y compromisos cuantitativos es asegurar al mercado que el Banco de México no creará lo que se considera la fuente básica de inflación: el exceso de oferta de dinero primario, por lo tanto, el Banco ajustará sobre una base diaria la oferta de dinero primario de una manera tal que satisfaga la demanda por la base monetaria; y 3) El Banco de México tiene la posibilidad de ajustar su postura de política monetaria, en caso de que circunstancias inesperadas lo hagan necesario (véase Banco de México, 1999). Este último punto es el que se ha conocido como el "corto", el cual no reduce la oferta monetaria, sino que encarece el crédito interno y por lo tanto eleva la tasa de interés, con el fin de conseguir las metas inflacionarias y la permanencia de los capitales externos.
- Los objetivos de tal programa son claros y es reducir gradualmente la tasa inflacionaria y con ello asegurar la estabilidad monetaria-cambiaria. Sin embargo, la prosecución de tales objetivos han exigido mantener altas tasas de interés reales y contraer el crédito interno del banco central al gobierno (ver cuadro 15 y cuadro 4 del anexo). Es decir, por un lado se restringe el crecimiento de la base monetaria y se mantienen altas tasas de interés reales para traer capitales externos e incrementar las reservas internacionales necesarias para estabilizar el tipo de cambio y la inflación, por el otro lado, se ha contraído el crédito del banco central al gobierno federal con el fin de evitar cualquier presión inflacionaria por parte de éste. De esta forma tenemos que el país ha perdido el financiamiento barato para el crecimiento por parte del Banco Central y se ha penalizado a la inversión con tasas de interés más altas y con menor crédito.

- Además del uso de la tasa de interés y el crédito para estabilizar el tipo de cambio, como se señaló anteriormente, desde febrero de 1997 el Banco de México introdujo un esquema de ventas contingentes de dólares para moderar posibles variaciones súbitas del tipo de cambio cuando se presentan condiciones de volatilidad. El esquema consiste en inyectar 200 millones de dólares al mercado cuando el tipo de cambio *fix* sube 2 por ciento en un día<sup>2</sup>. Así, desde su aparición "hasta junio de 2001 el Banxico vendió mil 950 millones de dólares. Por el otro lado, en este mismo periodo el Banxico acumulo más de 12 mil millones de dólares a través del esquema de subasta de opciones para venta de 250 millones de dólares cada mes"<sup>3</sup>. Como vemos, no solo se ha tenido que vender divisas al mercado de cambios sino que también se ha tenido que comprar un monto mayor de divisas para incrementar las reservas y protegerse así de cualquier ataque especulativos contra la moneda y la reversión del flujo de capitales. El problema es que el incremento de estas reservas no pueden ser utilizadas para el financiamiento del desarrollo, debido a la mayor vulnerabilidad y volatilidad de los mercados financieros globalizados (principalmente los mercados emergentes) como México.

#### *Política Fiscal:*

- Además de la política monetaria, la otra variable de ajuste para mantener el tipo de cambio nominal semi-fijo ha sido la contracción del gasto programable (ver cuadro 12), donde el rubro más castigado para variar ha sido la inversión bruta fija, ya que mientras en el periodo 1988-1994 ésta promedio 4.54% del PIB, en el periodo 1996-2001 esta relación fue sólo de 2.6 % del PIB, es decir, se restringe el gasto público con el fin de contraer la demanda por dinero y sobre importaciones. De tal forma que la política fiscal deja de actuar a favor del crecimiento económico, al tomar ésta el papel de política monetaria al contraer el circulante y al subordinarse a los objetivos del Banco Central de reducción de la inflación. Sin embargo, no obstante la reducción de la inflación (14.6% promedio anual de 1996-2001, llegando al mínimo de 4.4% en el 2001) la tasa de interés real se mantiene alta.
- Como podemos ver, las políticas internas (fiscal y monetaria) están lejos de comportarse según lo señalado por un régimen de tipo de cambio flexible, lo que ha afectado al sector productivo por la contracción del gasto público, del crédito, el alza de la tasa de interés y el menor deslizamiento del tipo de cambio con respecto a la tasa inflacionaria, lo que no sólo se ha traducido en una reducción del mercado interno, en menor formación de infraestructura y de apoyos (subsidios) a sectores golpeados por el TLCAN, tales como el sector agrícola; la política de sostenimiento del tipo de cambio también ha implicado un incremento de la deuda interna (ver cuadro 12).

<sup>2</sup> El *fix* es el tipo de cambio aplicable para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana.

<sup>3</sup> Isabel Mayoral, nota publicada en el periódico *El Financiero*, junio de 2001, pág. 4.

**Cuadro 12**  
**Finanzas públicas 1996-2001**  
**(porcentaje del PIB)\***

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Gasto Programable	16.0	16.6	15.6	15.5	15.9	15.3
Deuda Neta Total	28.3	23	25.5	23	23.2	24
Deuda Interna	3.5	3.6	4.9	6.8	8.7	10.5
Intereses Totales	43.8	41.1	29	25.9	36.7	36
Intereses Internos	23.1	25.5	15	22.2	23.5	25.8
<b>Total de Valores Públicos</b>	<b>155 157</b>	<b>221 943</b>	<b>322 626</b>	<b>442 613</b>	<b>562 925</b>	<b>683 411</b>

\*Excepto total de valores públicos que son millones de pesos.

Fuente: Elaborado en base a Banxico, *Indicadores Económicos*.

- En efecto, el alza de la tasa de interés interna por arriba de la tasa internacional ha servido para atraer capitales a través de un sobre arbitraje interno, sin embargo, para que la entrada de tales capitales no presionen sobre la oferta monetaria, y por lo tanto sobre precios, las autoridades monetarias emiten bonos gubernamentales por el mismo monto de la entrada de capitales, sacando así de la circulación la cantidad monetaria que se emite ante la entrada de capital. Ahora bien, por un lado dicha *esterilización* de capitales ha presionado sobre la deuda pública interna, la cual casi se multiplica por tres con respecto al PIB de 1996 a 2001. Por el otro lado, con los recursos que recibe de dicha emisión ha reducido el servicio y monto de la deuda externa, el problema esta en que esta recomposición de la deuda esta presionando sobre el pago del principal de la deuda y del pago de intereses internos, debido a que se ha tenido que ofrecer una tasa de interés y un monto mayor de bonos públicos tanto para mantener la base monetaria inalterada como para captar recursos y hacer frente a la deuda externa, así se paga deuda con más deuda, lo que ha incrementado rápidamente el servicio y monto de la deuda pública interna (ver cuadro 12), lo que a su vez ha obligado a constantes recortes del gasto público con el fin de lograr los objetivos de déficit fiscal, pero a pesar de esto, la deuda interna crece lo que seguirá obligando a emitir cada vez más deuda para el refinanciamiento de la que se vence haciendo más vulnerable las finanzas públicas, reduciendo su impacto positivo sobre el crecimiento económico y finalmente presionando sobre le tipo de cambio debido al sobreendeudamiento tal y como sucedió en 1994.

#### *Política Salarial:*

- Además de las dos políticas anteriores, se ha utilizado la política salarial para estabilizar el tipo de cambio, es decir, se sigue manteniendo el crecimiento del salario por debajo de la expectativa de crecimiento de la tasa

inflacionaria, con lo cual finalmente se obtiene una tasa inflacionaria más baja y un salario menor, y así menores presiones sobre el movimiento del tipo de cambio nominal, además, el bajo costo del trabajo contrasta con el incremento de la productividad del mismo trabajo (ver gráfica 14 del anexo), lo que finalmente reduce el crecimiento del tipo de cambio real.

- Sin embargo, tales políticas que atentan contra el salario no dejan de tener sus efectos sobre la demanda global y el crecimiento económico tal y como nos señala un estudio sobre este tema (UNCTAD, 2001:8) "con un tipo de cambio fijo, el único instrumento en mano para corregir la apreciación real es un corte en los salarios nominales, pero esto no puede ser alcanzado sin una reducción en la demanda agregada doméstica y un incremento en el desempleo".

Como vemos, los verdaderos determinantes del tipo de cambio nominal han sido la política económica (fiscal y monetaria) la cual se adecua para incrementar la oferta de divisas y restringir su demanda y la política salarial que corrige en parte la apreciación cambiaria, y no las libres fuerzas del mercado tal y como señalan las autoridades económicas, ya que se mantiene la intervención en el mercado de cambios o se incrementa la tasa de interés para mantener sin variación el tipo de cambio, así es como al igual que en el periodo 1988-1994 se mantiene el firme objetivo de mantener el tipo de cambio nominal semi-fijo en el periodo 1996-2001, lo cual como veremos más adelante sólo beneficia al sector financiero y no al resto de los sectores productivos.

Por último, cabría añadir a lo dicho anteriormente que otra forma de contribuir al incremento de la oferta de divisas ha sido la política de privatizaciones la cual se continua hasta la fecha, así como las líneas de crédito provenientes del extranjero, tal como el llamado blindaje financiero instrumentado en 1999 con el objetivo específico de evitar una nueva *devaluación* en el año 2000, de tal crédito se destinaron 16,900 millones de dólares en forma de líneas de refinanciamiento y comercio exterior, y 6,800 millones de dólares para cualquier otra clase de contingencias, incrementándose sustancialmente de esta forma el nivel de reservas internacionales (ver cuadro 4 del anexo). Por fin, las autoridades económicas deberían señalar exactamente a que se refieren cuando hablan de un tipo de cambio flexible.

### **Efectos de la no libre flotación del tipo de cambio**

El ajuste de la tasa de cambio por debajo del diferencial de precios internos versus externos ha sido la principal causa de la falta de competitividad de las empresas nacionales frente a las empresas extranjeras, situación que lleva al crecimiento del déficit de comercio exterior y esto a su vez a la inestabilidad cambiaria (véase Guillén, H. 1997 y Huerta, A. 2000). Esto debido a que al no responder el tipo de cambio al diferencial de precios origina que no se cumpla la paridad del poder de compra (PPC), es decir, la idea principal detrás de esta

teoría es que una moneda debe comprar tantos bienes comerciables en un país extranjero como en el propio. Si  $P$  y  $P^*$  son los índices de precios internos y del extranjero respectivamente, entonces el tipo de cambio  $e$  debe satisfacer la relación  $e = P/P^*$ . Si  $P$  excede a  $eP^*$ , entonces el país nuestro será inundado con productos extranjeros (debido al incremento del poder adquisitivo de la moneda interior asociada a una apreciación proporcional de la moneda) hasta que  $P$  es forzado a decrecer o que  $e$  se incrementa para restablecer el equilibrio con lo cual se favorecen las exportaciones y se encarecen las importaciones (debido a una disminución del poder adquisitivo de la moneda interior asociada a una depreciación equivalente de la moneda del país en el mercado de divisas). En el caso de México, tal relación no se ha cumplido desde 1988 (a excepción de 1995, ver gráfica 12) ya que la tasa de cambio no ha estado en función de la relación de precios, sino en función de la oferta y demanda de divisas, lo cual ha llevado a un incremento del poder adquisitivo de la moneda debido a la mayor tasa inflacionaria de México con respecto a su principal socio comercial, que dicho en otras palabras, ha hecho más barato los productos externos en relación a los productos internos por lo que el precio de estos productos (internos) han pasado a estar determinados por el precio de los productos importados.

De esta forma, si bien la apreciación cambiaria ha contribuido a la reducción de la inflación, por otro lado, esta reducción de precios ha sido a costa de generar una distorsión de precios que ha afectado los grados de acumulación y crecimiento de los productores nacionales, tanto para el mercado externo (exportadores) y a los productores nacionales para el mercado interno, así como el crecimiento del empleo y de los salarios reales. Además, al darse la apreciación cambiaria en un contexto de apertura comercial acelerada se incrementan las presiones sobre el déficit de comercio exterior, lo cual no obstante la reducción de la inflación y la disminución de la demanda por crédito por parte del gobierno obliga a incrementar la tasa de interés real para así estimular la entrada de capitales e incrementar la oferta de divisas sobre la demanda y mantener de esta forma el tipo de cambio nominal semi-fijo, lo cual finalmente como ya hemos visto incrementa el costo financiero de la "estabilidad" cambiaria.

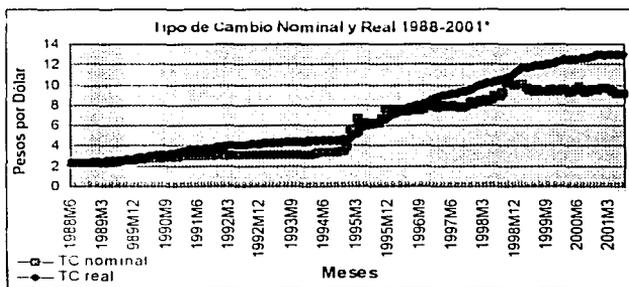
Así, tasas de interés reales internas altas, un tipo de cambio apreciado y disponibilidad de capitales en el mercado financiero internacional, es lo que llevó a el sector privado de México (1988-1994) a preferir endeudarse externamente, lo cual a su vez contribuyó al incremento de las reservas del país, pero que sin embargo, también contribuyó al incremento del endeudamiento público interno por el proceso de *esterilización* de capitales, esto aún a pesar del proceso de privatización de empresas que se llevó acabo para reducir el nivel de endeudamiento.

De tal forma, al ser la base de esta entrada de capitales el alza de la tasa de interés real interna y el tipo de cambio apreciado, es como se afecta al sector productivo nacional ya que estos hechos no generan condiciones de

crecimiento y de ganancias seguras, por lo que el capital prefiere ir al sector financiero-especulativo lo que provoca que no se generen las condiciones de pago externo que este capital exige, lo que lleva finalmente a la salida de capitales y a la crisis financiera, en este sentido nos señala la UNCTAD que "los países que están integrados al mercado financiero internacional, con un régimen peg ajustable (depreciación determinada) son visto como la mayor causa del boom en la entrada de flujos financieras, sin embargo, dicho régimen es muy problemático bajo la libre movilidad de capitales ya que al desaparecer el boom financiero conducen a una depreciación excesiva del tipo de cambio" (UNCTAD, 2001:1), pero además, la experiencia señala que tal depreciación va acompañada de una sobre reacción a la alza de la tasa de interés real y nominal necesaria para mantener el flujo de capitales externos, lo cual termina generando una crisis financiera y bancaria galopante tal y como sucedió en México (1995) y en el sudeste de Asia (1997).

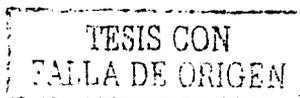
Ahora bien, a pesar de la configuración de este cuadro perverso que se dio de 1988 a 1994 y el cual tiene en su base la apreciación cambiaria, como se puede ver en la gráfica 12 las autoridades económicas han procedido de nuevo desde 1996 a la estabilización nominal del tipo de cambio.

Gráfica 12



Fuente: Elaborado en base a datos de INEGI y Banco de México.  
\*1988=100

Esta variable regresó a una posición de equilibrio sólo un par de meses de 1995 cuando el tipo de cambio nominal osciló de cerca por arriba y por debajo del tipo de cambio real debido al ajuste necesario para hacer frente a los compromisos externo, pero desde el tercer trimestre de 1996 esta variable retomó su posición sobrevaloratoria la cual no perdería ni con los efectos de contagios de los mercados emergentes que se suscitó a mediados de 1997 y 1998 derivada de la crisis del sudeste de Asia y Rusa, y las cuales obligaron a



que el tipo de cambio nominal de nuestro país pasará de 8.9 pesos por dólar en julio a 10.22 pesos por dólar en septiembre de 1998<sup>4</sup>.

De 1998 a mayo de 2001 el tipo de cambio se ha seguido apreciando aceleradamente (ver gráfica 12 y cuadro 14), lo que ha reafirmado las expectativas de los agentes privados de la economía sobre la firmeza que tienen las autoridades de mantener la estabilidad nominal de esta variable, así, la apreciación cambiaría junto con altas tasas de interés reales y la contracción del crédito interno han llevado de nuevo al sector privado del país a incrementar su endeudamiento externo en 8.8% promedio anual de 1996 a 2001, donde el sector privado no bancario más que duplicó su deuda externa en estos años (ver cuadro 13). Por lo tanto, como el crédito interno se mantiene caro es como las empresas privadas son forzadas a adquirir financiamiento en dólares, mismos que al ingresar al mercado mexicano retroalimentan el proceso señalado de apreciación cambiaria y que además han llevado a generar un endeudamiento externo mayor incluso al registrado en el sexenio de 1988-1994.

Cuadro 13  
Deuda Externa  
(millones de dólares)

	1989-1994*	1996	1997	1998	1999	2000	2001**
Deuda Externa Total	115,505	143,164	139,940	151,878	161,912	149,152	154,837
Sector Público Total	83,606	98,285	88,321	92,295	92,290	84,600	88,461
Sector Privado Total	31,899	44,880	51,619	59,583	69,623	64,552	66,376
Sector Privado No Bancario	15,268	26,412	34,794	43,762	55,499	53,349	54,501

Fuente: Dirección de Deuda Pública, DGCP.

\* Promedio Anual.

\*\* Acumulado al 31 de Marzo.

Además, como hemos señalado anteriormente el endeudamiento interno del sector público también se ha incrementado debido principalmente a las presiones que tiene sobre las finanzas públicas la entrada de capitales derivada del endeudamiento público y privado, así, de nueva cuenta la economía se encuentra en una posición de alto riesgo ante cualquier movimiento del tipo de cambio y de la tasa de interés externa tal y como sucedió antes de 1995, sobre todo por la gran movilidad del capital que financia a la economía y por el mayor endeudamiento de la misma. Por lo tanto, para mantener la paridad cambiaria y evitar un contexto de crisis las autoridades han tenido que instrumentar políticas

<sup>4</sup> La depreciación del tipo de cambio en 1998 también se explica por la menor generación de divisas por parte de las exportaciones de petróleo, ya que en este año el precio del barril promedio su nivel mínimo (8 dólares por barril) en muchos años.

contraccionistas más severas (fiscal y monetaria), lo cual como vimos más arriba retroalimenta aún más la apreciación cambiaria, y como veremos más adelante continúan los efectos negativos sobre el sector productivo, sobre el sector bancario, sobre el déficit de cuenta corriente y sobre el crecimiento de las exportaciones.

En resumen, el evitar que el tipo de cambio no responda al diferencial de precios internos versus externos implica generar un patrón de endeudamiento interno y externo para sostener la paridad cambiaria y que en el mediano plazo se hace insostenible, debido a que por un lado el gobierno cuenta cada vez con menos empresas para vender (*activos*) y por el otro se ha tenido que destinar más recursos públicos hacia el sector bancario (por el contexto de crisis de este sector) por lo que aunado a las erogaciones para hacer frente a la deuda externa e interna es como el gobierno se ve obligado a instrumentar políticas contraccionistas más severas y subir impuestos con el fin de alcanzar los objetivos de bajo déficit fiscal, y esto a su vez incrementa la apreciación cambiaria por lo que se condena de esta forma a la economía a tener déficit crecientes en el sector externo (ya que no se puede devaluar para restablecer el equilibrio en el mercado de bienes), baja dinámica de acumulación y crecientes niveles de vulnerabilidad externa (más susceptible a los efectos de contagio externo).

#### 4.1.3 El Tipo de Cambio y sus Determinantes Financieros

##### La determinación del tipo de cambio por los flujos de capital

Como describimos en el capítulo 1 de este trabajo, la desregulación del sistema financiera internacional ha conducido a que el valor en dólares de las operaciones en los mercados de cambio mundiales representen en la década de los noventa, en promedio, más de treinta veces el valor en dólares del comercio internacional de bienes y servicios.

De esta forma, las finanzas se han impuesto sobre el comercio con lo cual el tipo de cambio ha dejado de ser una variable de ajuste del sector externo según el modelo tradicional de balanza de pagos del FMI, para convertirse en un activo financiero (Eatwell J. y Taylor L., 2000). Es decir, la rentabilidad de los activos financieros ya no queda determinada exclusivamente por el precio de los activos o por la tasa de interés real, sino ahora también por la relación del dólar, del yen y del euro con respecto a las demás monedas, así, por ejemplo, un depósito denominado en dólares en un país X pierde valor al devaluarse el dólar y gana al apreciarse el mismo, *ceteris paribus*. En este sentido, los países con necesidad de atracción de capital para financiar su déficit externo han tenido que crear condiciones de confianza y rentabilidad a los tenedores de dicho capital (fundamentalmente a través de tipo de cambio estable y tasa de interés real alta) que son principalmente los inversionistas institucionales como los fondos de pensión norteamericanos y japoneses.

Ahora bien, como vimos anteriormente en los capítulos 2 y 3 de este trabajo, países como México fueron grandes receptores de capital a inicios de los años noventa, debido principalmente a la venta de empresas públicas, a las tasas de interés altas y al tipo de cambio semi-fijo, sin embargo, al no presentarse el crecimiento esperado y al crecer el endeudamiento externo, esta situación de superávit de la cuenta de capitales acabaría a finales de 1994 con la salida de capitales, con la caída de la bolsa de valores y con la devaluación de la moneda. Así, a pesar de la crisis generada lejos de abandonarse dicho mecanismo de financiamiento impuesto por la liberalización financiera y donde la economía se deja a la libre entrada y salida de los flujos de capital externos, desde inicios de 1995 se retoma y se profundiza este mecanismo de financiamiento principalmente a través de mayor endeudamiento público y privado (interno y externo), esto ya que los capitales externos de corto plazo han sido más precavidos en su dirección hacia las economías emergentes ante el temor de ver desvalorizado su capital, primero debido a los hechos recientes de crisis sobre estos mercados, segundo a que estas economías cuentan con mercados de capitales delgados por lo que son muy receptivos a los efectos de contagio y tercero, ante cualquier especulación grave sobre sus monedas su capacidad para influir sobre el flujo de capitales mediante su política monetaria es débil (véase Guillén Romo, 2000), en el caso particular de México además de lo señalado la entrada de capitales de corto plazo fue mucho menor en el año 2000 debido al temor de la historia devaluatoria de cada fin de sexenio.

Pero, aún a pesar de haber recibido un menor flujo de capitales de corto plazo en el periodo 1995-2001 en relación al periodo 1989-1994 (ver cuadro x del anexo), las economías emergentes no han dejado de ofrecer condiciones de rentabilidad y confianza a los inversionistas extranjeros, ni han relajado los objetivos de buenos fundamentos (principalmente el déficit fiscal) y tampoco han regulado la movilidad de capitales para evitar prácticas especulativas (llámese *Tobin tax*). Esto debido a que estas economías compiten entre sí para atraer recursos y poder financiar de esta forma su déficit externo, el pago de su deuda externa y un mayor monto de reservas internacionales. Es por ello que los países emergentes además de ofrecer un rendimiento real superior al de los países industrializados no puede dejar que el tipo de cambio se deprecie según el diferencial de precios (internos versus externo), pues esto restaría valor a la tasa de interés e incrementaría las expectativas devaluatorias y los capitales no fluirían, así, que se trata de evitar la devaluación mediante fuertes alzas de la tasa de interés real para contrarrestar la pérdida de rentabilidad que ocasiona el mayor deslizamiento cambiario, además de que los gobiernos se enfocan a evitar prácticas especulativas que puedan desestabilizar el tipo de cambio y a reducir la inflación a través de buenos *fundamentos* con el fin de impactar positivamente sobre las expectativas de los grandes inversionistas y así sobre la demanda de bonos públicos y acciones (mercado de dinero y de capitales).

En el caso de México, la atracción de capitales externos en el periodo 1996-2001 ha sido a costa de una sobre tasa de interés que va de 5.4% anual

máxima a 0.2% anual mínima con respecto a la ofrecida en el mercado monetario norteamericano (ver cuadro 13). Además, a esta sobre tasa habría que sumarle la apreciación cambiaria registrada, que hasta mayo de 2001 era del 25.2% (1996=100), es decir, si el capital pierde al devaluarse el peso con respecto al dólar, también gana al apreciarse éste ya que obtiene más pesos por dólar (en proporción a la apreciación cambiaria).

Otra forma de ganancia para el capital externo ubicado en la bolsa de valores ha sido el dinamismo registrado por el Índice de Precios y Cotizaciones (y por supuesto la apreciación cambiaria acumulada). El nivel de 219.2 puntos con que cerró el índice general de la bolsa de valores en 1988, evolucionó hasta los 2, 644.7 puntos al cierre de 1994. Para el cierre de 1996, este mismo índice reportó un nivel de 3391.15 puntos y para marzo de 2000 llegó a su máximo histórico que fue de 7, 830.2 puntos y finalmente dicho indicador terminó el primer semestre de 2001 con 6, 463.2 puntos<sup>5</sup>.

Cuadro 14

Variables Financieras 1996-2001\*  
(Tipo de Cambio y Tasa de Interés)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tipo de Cambio Nominal	7.87	7.91	9.14	9.56	9.45	9.61
INPC (Méx)	100	109.2	126.6	147.6	161.6	169.9
IPC (EUA)	100	101.2	102.8	105.0	108.6	111.2
**Tipo de Cambio Real	7.87	8.5	9.7	11.1	11.7	12.0
Apreciación Cambiaria ("o)	0	7.5	6.1	15.7	24.0	25.2
Tasa de interés nominal (Cetes)	31.3	19.8	24.1	21.3	15.4	11.5
Tasa de interés real	2.8	3.8	4.6	8.0	5.8	6.5
Tasa de interés nominal (EUA)	5.46	5.58	5.47	5.25	6.38	5.1
Tasa de interés real (EUA)	1.9	3.6	3.8	2.6	2.9	2.1

\* Promedio Anual

\*\* Diciembre de 1996= 100 a Mayo de 2001.

Fuente: Elaborado en base a Banco de México. *Indicadores Económicos*.

U. S. Department of Labor. Bureau of Labor Statistics;

\*\*\* Tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera.

Tipo de cambio real = T. C. Nominal\*(Precios México./Precios E. U.)

<sup>5</sup> Hay que señalar que la demanda de activos financieros dependen tanto de la liquidez del mercado, del tratamiento fiscal, del riesgo de incumplimiento, del riesgo político y cambiario. Así, muchas veces se habla de los problemas de los mercados emergentes sobre estos puntos y con lo cual tratan de explicar la sobre tasa que pagan estos mercados, pero es claro al menos en el caso de México, que el gobierno siempre ha hecho frente a sus compromisos y ha respondido también por los compromisos del sector privado, por lo que no debiera existir una sobre tasa tan grande.

Como vemos, la liberalización financiera y la necesidad de capitales externos ha desviado estas variables de sus valores fundamentales y las ha hecho más volátil a favor del capital financiero, ya que se rompe con todos los principios de las finanzas internacionales, es decir, se rompe con la paridad de interés incubierta<sup>6</sup> al igual que con el principio de la paridad del poder de compra. Sin embargo, la violación de estos principios no puede ser indefinidamente, ya que no hay ninguna economía que lo soporte. En este sentido nos señalan Eatwell y Taylor, que "la presencia de grandes oportunidades de ganancias entre los activos internos y externos es una *excelente* predicción de una crisis financiera en una economía emergente" (Eatwell J. y Taylor L, 2000:30). Esta afirmación se debe a que sencillamente ninguna economía puede hacer frente a intereses crecientes y menos en contextos de recesión como viven las economías después de la desaceleración norteamericana de 2001.

Además, las autoridades se ven reacias a devaluar la moneda, pues romperían con su patrón de financiamiento y por lo tanto de crecimiento y también porque economías como la nuestra "tienen una alta tasa de endeudamiento, gran parte de la cual esta denominada en moneda extranjera. Consecuentemente, un cambio brusco en el tipo de cambio tiende a generar dificultades en el pago del servicio de la deuda, en la liquidez y problemas de solvencia" (UNCTAD, 2001:5). El problema esta en que al apreciarse más el peso, significa que el dólar se devalúa frente a éste, lo que por un lado reforzará aún más la entrada de capitales (de no variar las condiciones de pago externo) y por el otro hará crecer aún más las importaciones y así el pasivo de la economía, llevando a la instrumentación de políticas más contraccionistas y con ello mayor apreciación cambiaria, generándose así un círculo vicioso.

## **4.2 Política Crediticia e Inestabilidad Bancaria**

### **4.2.1 Causas del Bajo Crédito Interno**

#### **La Incertidumbre Económica**

La liberalización financiera lejos de sus supuestas virtudes de que las libres fuerzas del mercado originan una mejor asignación y canalización de los recursos financieros (ahorro interno y externo), y así un incremento de la eficiencia y la modernización del sistema financiero con relación al antiguo control Estatal, en los periodos 1989-1994 y 1995-2001 no sucedió así, por el contrario, primero (1989-1994), ante las grandes expectativas de crecimiento económico la expansión del crédito bancario (23.7% promedio anual) se destinó

---

<sup>6</sup> La liberalización financiera viola la paridad de intereses incubierta, la cual señala que el mercado cambiario se encuentra en equilibrio cuando todos los depósitos, al margen de su denominación, ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada.

principalmente al sector servicios y financiero y en menor medida al sector productivo lo cual en parte condujo a la crisis en 1994 (ver capítulo 2). Después (1995-2001), con el gran crecimiento de la cartera vencida derivada de la crisis económica se incrementó la necesidad de financiamiento para aligerar la deuda, sin embargo, al no existir expectativas de crecimiento y rentabilidad la banca contrajo el crédito bancario (ver cuadro 15) <sup>7</sup>, lo cual generó más insolvencia para la economía.

Ahora bien, el sistema bancario no flexibiliza el crédito ya que continúan las mismas políticas que llevaron a la crisis a este sector, las cuales no aseguran el reembolso de los créditos, es decir, no existen condiciones de rentabilidad y de reembolso de los créditos al sistema bancario, ya que por un lado la política fiscal contrae el mercado interno, las ventas, la producción y el empleo internos, y por el otro el alza necesaria de la tasa de interés para atraer capitales externos encarece el costo del servicio de la deuda e incrementa la relación de endeudamiento (deuda/activos), así, mientras la banca restringe el crédito para evitar caer en mayor cartera vencida, las empresas restringen la inversión para no caer en quiebra y así se elimina la mayor generación de ingreso, de ahorros, de depósitos bancarios y de mayores créditos.

De tal forma, la oferta de créditos no crece a la par de la demanda de estos, lo cual genera una situación de iliquidez donde las empresas no pueden financiar su capital de trabajo, una mayor inversión productiva y la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros, por lo cual la oferta de créditos se contrae aún más y la estructura de los plazos de los pocos créditos que se otorgan se hacen más caros y de corto plazo.

El sector bancario puede y debe ser un dinamizador directo de la economía, ya que puede "crear" de la nada créditos, es decir, puede expandir los créditos en proporción a los depósitos derivados (reservas excedentes / proporción del encaje legal) <sup>8</sup>. Sin embargo, a pesar de los recursos fiscales crecientes que el gobierno federal ha canalizado al sector bancario para mejorar su capitalización y para hacer frente a su deuda externa después de la crisis de 1994-95 (este punto se verá más adelante) al no existir expectativas de crecimiento y rentabilidad de la economía, el sistema bancario contrae el crédito y así el *multiplicador* bancario, es decir, se deja de crear dinero (depósitos), se contrae la demanda efectiva y la capacidad de innovación del sistema financiero.

<sup>7</sup> Además, el crédito interno se ha contraído debido a que el endeudamiento externo bancario ha decrecido, al pasar de 18,468 millones de dólares (md) en 1996 a 11,203 (md) en el 2000, teniendo una tasa de decrecimiento anual de -9.5%.

<sup>8</sup> Los depósitos a la vista están formados principalmente de a) depósitos en efectivo y b) de préstamos e inversiones bancarias. A los primeros se les denomina "depósitos primarios", y a los segundos, "depósitos derivados". En el caso de los últimos, dan por resultado un incremento neto en el medio circulante y en la expansión del crédito por parte de los bancos sólo si estos utilizan las reservas excedentes para realizar préstamos (créditos) e inversiones.

Ante este contexto, la banca comercial y los pocos agentes superávitarios han dejado de canalizar sus recursos a la generación de depósitos y de proyectos de inversión de largo plazo, lo cual destruye la base y el multiplicador del crédito, prefiriendo estos destinar sus recursos a la compra de deuda pública, la cual es altamente segura y rentable en relación a otras inversiones productivas. De tal forma, no sólo se afecta el crecimiento de la economía por el menor crédito, sino que también se incrementa la fragilidad de las finanzas públicas por el mayor pago de intereses de la deuda interna y por la mayor canalización de recursos públicos al sector bancario.

Pero no obstante esta conducta de la banca para no tener más pérdidas, su posición se hace más frágil ya que si bien a través de la contracción del crédito en 1995 para 1996 se logró reducir el índice de cartera vencida de la banca comercial consolidada (cartera vencida / cartera de crédito total) del 12.3% al 11.4%, al continuar la profundización de la liberalización económica (financiera y comercial) para 1997 tal índice repuntó al 14.9%, lo que significa que no obstante la contracción del crédito el monto de la deuda/cartera vencida tiende a aumentar al continuar las mismas políticas contractionistas, al no crecer la capacidad de pago y al incrementarse la tasa de interés. Esto es así, ya que dicho índice pasó de ser 13% en 1998 a 11.87% en 1999 y para el año 2000 fue tal la contracción del crédito y el incremento de la cartera vencida que el índice pasó a ser de 24.7% (ver cuadros 5 y 7 del anexo).

Es así, como no obstante el crecimiento registrado por el país en el periodo 1996-2000 (5.57% promedio anual), la economía no ha generado condiciones de pago por lo que se han incrementado los problemas de insolvencia de empresas y de bancos, lo que ha llevado a los primeros a tener que incrementar su endeudamiento interno y externo (sólo aquellos que tienen garantías o que exportan) o a desaparecer del mercado, y a los segundos a contraer el crédito y a vender activos o fusionarse en el mejor de los casos con la banca extranjera, con lo cual la banca nacional ha pasado a ser minoría perdiéndose así cualquier posibilidad de flexibilizar el crédito en relación a un proyecto nacional de crecimiento en base al mercado interno. Distinto fuera si existieran condiciones y expectativas de crecimiento del mercado interno y así de la recuperación de los créditos otorgados, ya que de esta forma la banca flexibilizaría el crédito no obstante las restricciones de la política monetaria interna, tal y como sucedió en el periodo 1989-1994

### **La liberalización comercial y la contracción del crédito**

Al continuar la liberalización comercial y al crecer en mayor medida las importaciones sobre las exportaciones debido al alto contenido importado de la inversión, la baja competitividad interna y el tipo de cambio apreciado originan que se 1) demande un mayor número de divisas lo cual provoca la salida de la circulación del dinero creado por el crédito, así 2) se dificulta la generación de efectos multiplicadores internos que incrementen los ingresos para cubrir las

obligaciones contraídas y 3) se afecta las condiciones de ganancias y se generan problemas de insolvencia dada la competencia desleal frente a importaciones (véase Huerta. A. 1998). Es así como la apertura comercial reduce el multiplicador bancario y dificulta el retorno de los créditos a este sector por lo que éste contrae aún más el crédito.

Por lo tanto, la alta incertidumbre, la liberalización económica y la incapacidad de asegurar el reembolso de los créditos impide el desempeño endógeno de la creación de créditos y de dinero, y responder a las demandas de liquidez que se derivan de los problemas de insolvencia que enfrenta la economía. La posición de que los bancos individuales nunca son restringidos cuantitativamente por las reservas, no procede en contextos de incertidumbre (*ibidem*). Situación que lleva finalmente a la reducción de la liquidez de la economía, lo que genera mayores problemas de insolvencia e incapacidad de pago debido a las altas tasas de interés nominales y reales que acompañan a la restricción monetaria.

De este modo, el crédito bancario no ha crecido en términos reales (ver cuadro 15). De 1995 a 2000 mientras que el crédito otorgado por la banca comercial tuvo una caída en términos reales del 10.6% promedio anual, el crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no bancario cayó en términos reales 20.6% promedio anual en el mismo periodo, siendo 1995 y 1996 las caídas más pronunciadas 32.8% y 42% respectivamente; lo anterior contrasta con el crecimiento de 23.7% promedio anual de los créditos ofrecidos por la banca comercial en el periodo 1989-1994. Así, dicha contracción del crédito real es tal que en el año 2000 la economía contó con menos de la mitad del crédito real ofrecido en 1994 (ver cuadro 15).

**Cuadro 15**  
**Crédito Total de la Banca Comercial, de Desarrollo e Interno**  
**(Como porcentaje del PIB)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Banca Comercial</b>	44	42.4	35.2	30	28.3	26	20.1
<b>Banca de Desarrollo</b>	17.9	18.9	13.7	10.8	10.4	8.7	7.4
<b>Crédito Interno</b>	-0.01	-0.013	-0.023	-0.031	-0.044	-0.035	-0.027

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco de México. *Indicadores Económicos*.

De igual forma, el crédito de la banca de desarrollo también se ha contraído en términos reales. De crecer en 7.10% promedio anual de 1989 a 1994, en el periodo de 1995 a 2000 el crédito real tuvo un decrecimiento de 10.6%

promedio anual, donde cabe resaltar que del poco crédito que se otorgo el 68.2% se dirigió principalmente al gobierno federal y el 17% hacia el sector financiero, y así se relegó el crédito al resto de los sectores como la industria y otras empresas productivas, los cuales sólo concentraron en este periodo el 12.8% del poco financiamiento. Por lo tanto, esta situación obliga a afirmar que tanto por la menor cantidad (7.4% del PIB en el 2000) como por su dirección prácticamente la banca de desarrollo ha estado ausente en dicho periodo.

Como vemos, al continuar la liberalización financiera y comercial sin ningún tipo de regulación es como se han acentuado las restricciones internas y externas de la economía mexicana, así, si bien se logra la estabilización nominal cambiaria y la baja inflación que exige la liberalización financiera, esto es a costa de sacrificar la política fiscal, monetaria y crediticia lo cual lleva a la contracción del mercado interno y en el mediano plazo de toda la economía ya que el sector de arrastre (el sector exportador) se ve disminuido ante el menor crecimiento de los Estados Unidos en el 2001, por lo cual continuaran los problemas de insolvencia y fragilidad financiera.

#### 4.2.2 Mayores Riesgos de Insolvencia

##### Mayor Cartera Vencida

Desgraciadamente tanto por la única visión de crecimiento económico de las autoridades la cual esta basada en el mercado externo (sobre todo después de 1995), como por la continuación de la política contraccionista (fiscal y monetaria), la restricción del crédito por parte de la banca no ha sido la misma para todos los sectores, es decir, a los que menos se les ha contraído el crédito han sido aquellos sectores que *se cree* tienen expectativas de crecimiento en el actual contexto de globalización o que cuentan con la competitividad suficiente para desenvolverse en el mercado externo y así favorecer a la economía, en este caso han sido el sector industrial y el sector servicios, de los cuales se espera que después de las devaluaciones de 1994-95 tengan un mayor crecimiento y así el retorno de los créditos al sistema bancario.

Lo dicho ha sido cierto ya que primero como mencionábamos anteriormente, el crédito de la banca comercial tuvo una caída en términos reales de 10.6% promedio anual de 1995 a 2000. Ahora bien, del disminuido crédito que se otorgó en el periodo 1995-2000 el sector industrial y de servicios concentraron el 48% del total, el 23.3% de los créditos fueron para el sector industrial y el 24.7% para el sector servicios: el primero tuvo una tasa real de decrecimiento de 11.25% promedio anual al pasar de 594, 988.1 millones de pesos (mdp) a 290, 610.5 (mdp) de 1995 al 2000, donde la mayor contracción corresponden a los dos últimos años y el sector servicios tuvo una tasa real de decrecimiento de 14.7% promedio anual al pasar de 757, 405.4 (mdp) a 291, 753 (mdp), donde igualmente la mayor contracción corresponde a los dos últimos años (ver

cuadro 6 del anexo). En este punto cabe señalar que si bien en el año 2000 los pocos créditos ofrecidos en términos reales eran casi los mismos para ambos sectores, en 1995 el sector servicios seguía teniendo una mayor preferencia por el sector bancario, lo cual ha restado capacidad de crecimiento a la economía al ser el sector externo la base del crecimiento económico.

Así, en el caso del sector industrial en nuestro periodo de estudio (1995-2000) la industria manufacturera concentró el 68.4% del crédito total de este sector y del total de los créditos a la industria manufacturera el 57.1% se dividió entre las ramas de a) productos alimenticios, bebidas y tabaco, b) textiles, prendas de vestir e industria del cuero y c) productos metálicos, maquinaria y equipo. En el caso del sector servicios, el comercio concentró el 48.6% del total de créditos de este sector.

Sin embargo, a pesar de que la mayor parte del disminuido crédito se dirigió hacia los sectores más dinámico, la insolvencia de estos sectores y de toda la economía se han incrementado, tanto por el menor crédito ofrecido por la banca a toda la economía en su conjunto, por la desigualdad en la oferta de créditos, así como por la continuación de la apertura comercial, la apreciación cambiaria y las altas tasas de interés. Todos estos problemas han provocado que los dos sectores mencionados hayan caído en mayor cartera vencida, debido a que sus ingresos y su grado de acumulación crecen en menor medida que su endeudamiento, sobre todo por la apreciación cambiaria en el caso del sector industrial y por el alza de la tasa de interés en el caso del sector servicios, hecho que explica la mayor contracción del crédito en 1999 y 2000 por parte de la banca. Además, esta situación ya de por sí grave sin duda se agravará ante el menor crecimiento de los Estados Unidos en el año 2001, ya que la demanda por exportaciones mexicanas se ve disminuida y así el crecimiento económico por lo que continuará la insolvencia de la economía.

De tal forma, el índice de la cartera vencida de la industria manufacturera pasó de ser 11.3% en 1998 a 14.2% y 13.2% en 1999 y 2000 respectivamente, donde dicho aumento se ha dado por la mayor cartera vencida de las ramas de a) productos alimenticios, bebidas y tabaco y b) textiles, prendas de vestir e industria del cuero. En el caso del sector servicios, dicho índice pasó de ser 17% en 1998 a 19.4% y 19.2% en 1999 y 2000 respectivamente, donde el incremento de dicho índice se explica por la mayor cartera vencida de la rama de comercio (ver cuadro 5 y 7 del anexo).

Por lo tanto, al continuar la liberalización financiera y comercial seguirán la inestabilidad bancaria, la contracción del crédito, la mayor cartera vencida y el mayor costo fiscal del rescate bancario situación que se agravará por la menor venta de exportaciones hacia Estados Unidos, país que concentra más del 80% de las exportaciones mexicanas.

#### 4.2.3 Mayor Costo Fiscal del Rescate Bancario (FOBAPROA)

Otro riesgo de mayor insolvencia para la economía en su conjunto y tal vez la expresión última del fracaso de la liberalización financiera, es el alto costo fiscal que viene pagando (alrededor de 1% del PIB al año) y que tendrá que pagar el gobierno mexicano por concepto del rescate bancario en el año 2005, fecha en que se vencen los pagarés emitidos por el FOBAPROA (que es ahora el IPAB) los cuales equivalen alrededor del 13 al 14% del PIB.

En efecto, las abusivas políticas de la banca mexicana de expandir el crédito muy por arriba de las reservas, del creciente endeudamiento externo e interno que generaron primero para hacer frente a la compra de los bancos y posteriormente para expandir el crédito interno a tasas de interés mayores, así como de canalizar gran parte de sus recursos al sector financiero de corto plazo con el sentido de especular al mismo tiempo que ésta misma tenía la certeza de que los depósitos estaban *garantizados* por el gobierno. Provocaron que al momento de la devaluación y del gran incremento de la tasa de interés interna de 1994-1995 la banca, las empresas e individuos fueran incapaces de hacer frente a sus deudas (externas e internas) ya que sus ingresos crecen en menor medida que aquellas, por lo que el gobierno tuvo que ir al rescate de la banca con el fin de evitar una mayor desvalorización de los activos y fuga de ahorros ubicados en este sector.

El gobierno proporcionó, a través del Fobaproa, los recursos suficientes para que los bancos con problemas saldaran sus cuentas. Tales recursos son pagarés gubernamentales a 10 años con rendimientos de Cetes más dos, en los primeros tres años y de Cetes menos 1.35, en los siete años restantes, los cuales se han convertido en los activos de la Banca. La tasa de interés de los pagarés de Fobaproa es capitalizable cada tres meses, teniendo que pagarse el capital y los intereses a la fecha de su vencimiento. El banco recibe periódicamente el diferencial entre la inflación y el rendimiento anual del pagaré. De tal forma, la Banca gana el rendimiento de los pagarés gubernamentales que entraron al rescate de la cartera vencida y la derivada de prácticas ilícitas y fraudulentas de algunos banqueros, que de haberla asumido hubiera significado grandes pérdidas para ellos, pero que gracias a la intervención gubernamental, se tradujo en la posesión de pagarés de alta rentabilidad (Huerta, A. 1998:57).

De esta forma, el gobierno proporcionó dinero bueno (pagarés) con alta rentabilidad a cambio de la cartera vencida de los bancos, gran parte de la cual esta desvalorizada y en algunos casos incobrable, debido a los hechos de corrupción y falta de garantías al momento de la expansión del crédito, situación que ha provocado junto con el incremento de la tasa de interés real el aumento

en el costo fiscal del rescate bancario<sup>9</sup> ya que mientras los pasivos se incrementan año con año los activos se reducen de igual forma (ver cuadro 17).

Esto es así, ya que de representar el costo fiscal del rescate bancario en 1995 el equivalente al 5.5% del PIB y el 8.4% del PIB en 1996, dicho costo se ha incrementado al 15.8% del PIB en 1999 y se ha mantenido estable en los dos años posteriores en 13.7% del PIB (ver cuadro 16).

Así, mientras la banca restringe cada año el crédito ya que independientemente del nivel de éste último reciben un alto rendimiento de los pagarés emitidos por el FOBAPROA, el creciente costo fiscal que esta generando el rescate bancario esta presionando sobre las finanzas públicas ya que junto con la deuda externa están generando un endeudamiento creciente, lo cual comprometerá una parte cada vez mayor del ingreso futuro del país y que si consideramos el bajo crecimiento del 2001 y los mismos pronósticos de crecimiento para el 2002 está latente un riesgo de insolvencia general del país.

Cuadro 16  
Deuda Pública con Relación al PIB  
(1997 a 2001)

	1997	1998	1999	2000	2001
Deuda pública interna	3.6	4.9	6.8	8.7	10.5
Pasivos del Fobaproa	11.9	14.4	15.8	13.7	13.7
Deuda pública interna (con pasivos del fobaproa)	15.5	19.3	22.6	22.4	24.2
Deuda pública externa	19.4	20.6	16.2	14.5	13.5
Total sin pasivos de fobaproa	23	25.5	23	23.2	24
Total con pasivos de fobaproa	34.9	39.9	38.8	36.9	37.7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SHCP y del IPAB.

Ahora bien, además de los anterior y con el sentido de incrementar los grados de capitalización de la banca, en 1995 el gobierno modifico la legislación bancaria para permitir que inversionistas nacionales y extranjeros pudieran tener mayor participación individual en el control de la banca, sin embargo, a pesar de esto los grados de capitalización de la banca han disminuido (por la mayor cartera vencida) por lo que el gobierno ha tenido que destinar mayores recursos públicos para mantener la capitalización y evitar desconfianzas en el sistema financiero que lleven a la desvalorización de los activos bancarios.

Esto es así, ya que si bien el programa de saneamiento de la banca ha disminuido debido a que se han vendido los bancos ya saneados a la banca

<sup>9</sup> Cabe señalar que otro de los hechos que incrementaron el pasivo de Fobaproa fue la adquisición de todo tipo de cartera vencida por parte de Fobaproa, sin revisar aquellas que se derivaban de hechos ilícitos de las que no.

nacional y sobre todo a la banca extranjera, el problema esta en que tanto por los problemas de acumulación de empresas e individuos derivados de la mala política económica de altas tasas de interés y tipo de cambio apreciado, se ha provocado como ya mencionamos el crecimiento de la cartera vencida y así se han incrementado los problemas de capitalización de los bancos, por lo que se han tenido que destinar mayores recursos públicos para capitalizar a los bancos, esto aún a pesar que el monto de créditos ofrecidos por ésta es mínimo (ver cuadro 17).

Cuadro 17  
Principales componentes del Fobaproa  
1998-2001  
(millones de pesos)

	1998	1999	2000	2001
Programa de Saneamiento	202,100	369,411	214,368	196,766
Capitalización y Compra de Cartera	160,400	150,446	174,831	195,226
Activos	n. d.	84,023	83,075	58,164
Pasivos	552,000	722,465	750,406	787,767

Fuente: IPAB.

Como muestra el cuadro 17, el programa de saneamiento ha disminuido marginalmente, pero el rubro de capitalización y compra de cartera se ha incrementado considerablemente derivado de los problemas de acumulación y de cartera vencida que siguen padeciendo la banca mexicana. Es así, como la banca en el contexto de liberalización económica se convertirá en un barril sin fondo que agravará aún más la problemática mexicana.

Por último, cabe señalar que lo más paradójico del rescate bancario y la ayuda posterior de capitalización a los bancos, es que mientras los principales bancos han visto crecer la cartera vencida por los problemas ya señalados, éstos mismos exigen apoyos crecientes del erario público al mismo tiempo que también exigen el equilibrio en las finanzas públicas. Sin duda este hecho provocará más recortes presupuestales e incremento de impuestos por lo que continuará el bajo crecimiento económico e inestabilidad financiera sobre todo conforme se aproxime el vencimiento de los pagarés emitidos por el FOBAPROA.

## 4.3 La Restricción Externa del Crecimiento

### 4.3.1 Entrada de Capitales y Crecimiento Económico

#### El Patrón de Crecimiento que se Impulsa

A pesar de la severidad de la crisis financiera de 1995, la economía mexicana encontró rápidamente la recuperación económica en 1996, dicha recuperación se basó principalmente en los tres puntos siguientes:

- a) En el paquete de rescate internacional el cual evito una mayor depreciación del tipo de cambio nominal, lo cual asimismo generó una mayor confianza sobre las condiciones de pago externo.
- b) En el crecimiento económico de los Estados Unidos el cual permitió un crecimiento de exportaciones del resto del mundo y mayor inversión extranjera directa hacia México, principalmente de los EUA.
- c) En el retorno a los mercados financieros internacionales situación que permitió un mayor financiamiento externo (endeudamiento externo).

Así, dicha recuperación descanso principalmente en factores exógenos a la economía mexicana, lo cual explica que a pesar de la recuperación económica la banca mexicana haya continuado en crisis. En efecto, mientras el crédito interno disminuía año tras año debido a la falta de condiciones de reembolso, a la política monetaria restrictiva y a la mayor cartera vencida, la inversión privada y total se incrementaban debido al mayor financiamiento externo obtenido por parte de las grandes empresas nacionales vinculadas al sector externo.

De igual forma, la inversión extranjera directa se destino principalmente a la industria manufacturera, en segundo lugar a los servicios y en tercero a servicios financieros (ver cuadro 20 y 20 del anexo). Situación que de hecho explica la recuperación de la economía y posterior crecimiento sobre los sectores mencionados, pero que además explican el crecimiento desequilibrado de la economía mexicana. Es decir, al existir una banca interna quebrada y la inversión del gobierno en franca caída (ver cuadro 18), el crecimiento económico sólo se basó sobre los sectores vinculados al sector externo y financiero.

El crecimiento registrado del PIB de la economía mexicana en el periodo 1996-2000 fue de 5.54% promedio anual, y dicho crecimiento benefició principalmente al sector exportador<sup>10</sup>, a los servicios y a la industria de la construcción, situación contraria sucedió con las pequeñas y medianas empresas manufactureras y de servicios vinculadas al mercado interno, así

<sup>10</sup> Esto ya que en el periodo señalado la industria manufacturera creció 7.84% promedio anual, el sector comercio creció 7.3% promedio anual y la construcción creció 6.6% promedio anual. El menor crecimiento fue del sector agropecuario 1.82% promedio anual y de servicios comunales 2.4% promedio anual.

como el sector agropecuario, los cuales continuaron rezagándose. Y es que al estar el crecimiento económico volcado hacia el sector externo y comandado por las maquilas y las empresas transnacionales las cuales mantienen un alto componente importado de la inversión, impide que el crecimiento del sector exportador se generalice al resto de los sectores de la economía (véase Fuji, G. 2000 y Maldonado. R. 2002).

Cuadro 18

Inversión Bruta Fija  
Como porcentaje del PIB

Año	Total	Privada	Pública
1995	16.9	11.9	3.5
1996	15.7	11.4	3.6
1997	18.3	15.3	3
1998	19.2	16.7	2.5
1999	19.7	17.6	2
2000	20.5	17.8	2.8

Fuente: INEGI y Banco de México.

Además, dicho patrón de crecimiento ha generado un desequilibrio creciente entre importaciones y exportaciones, explicado por la apertura comercial acelerada, por el tipo de cambio apreciado que se ha venido dando desde mayo de 1996 y por la política económica restrictiva de alta tasa de interés real y contracción del gasto público, todo lo cual ha presionando sobre el déficit de cuenta corriente creciente.

Más aún, si bien la depreciación del peso con respecto al dólar del 94.7% entre noviembre de 1994 y marzo de 1995 permitió expandir las exportaciones con un mayor componente nacional a través de un incremento de ocupación en la capacidad instalada, la apreciación del tipo de cambio ha impulsando las exportaciones con un mayor componente importado en relación a las de un mayor componente nacional, es decir, la apreciación cambiaria ha favorecido las exportaciones de las empresas maquiladoras y resto de empresas transnacionales debido a que estas comercian en su propia moneda, por lo que la apreciación cambiaria les ha ayudado a abaratar costos (insumos y mano de obra) e incrementar sus ganancias; desafortunadamente la situación contraria sucede con las empresas nacionales, debido a que éstas se ven desfavorecidas por la apreciación del peso (o como hoy se menciona la fortaleza del peso) ya que encarece los salarios, los costos y gastos de operación y hace menos rentable las exportaciones de las empresas nacionales (ver cuadro 21). De tal forma, se mantiene un tipo de cambio apreciado que es funcional tanto al sector transnacional y maquilador, así como al sector financiero de corto plazo, por lo cual para las autoridades se justifica toda la

política económica destinada a atraer capitales para estabilizar el tipo de cambio nominal y así estimular el crecimiento hacia el sector externo.

Sin embargo, ahora ante dicha situación y el nulo crecimiento del 2001 el déficit de la cuenta corriente no disminuye y sólo en parte el déficit de la balanza comercial, lo cual señala una relativa inelasticidad de las importaciones al crecimiento económico, así como una mayor carga del pago de intereses por concepto del mayor endeudamiento externo. Por lo tanto, al proseguir las políticas fiscal y monetaria contraccionistas para atraer capitales externos el endeudamiento interno y externo seguirán creciendo, lo cual compromete la capacidad de pago de corto plazo de la economía y agrava la inestabilidad bancaria y financiera por el menor crecimiento configurado, no obstante el mayor monto de reservas internacionales y el mayor peso de la IED sobre la cuenta de capitales, ya que en el caso de las reservas éstas son sólo un reflejo de la necesidad de estabilizar el tipo de cambio nominalmente y no el reflejo de condiciones productivas y financieras sólidas, y en el caso de la IED aunque en el año 2001 se reportó una cifra record, en el año 2002 se verá reducida debido a la salida de empresas maquiladoras por la caída de las exportaciones hacia Estados Unidos.

En resumen, una estrategia de crecimiento económico basada exclusivamente en el sector externo y sobre todo en la economía estadounidense, ha llevado a la economía mexicana a una creciente caída del mercado interno, a una mayor inestabilidad bancaria y financiera ya que la entrada de capitales y el crecimiento de las exportaciones sólo han favorecido a un reducido grupo de empresas nacionales y sobre todo extranjeras orientadas al sector externo y financiero. Ante estos hechos los más afectados han sido los sectores no integrado a la economía estadounidense, lo cuales sufren por las altas tasas de interés real, por la competencia desleal frente a importaciones y por el menor financiamiento interno que prevalece, todo lo cual ha generado una menor demanda de insumos nacionales, menores encadenamientos productivos y una menor dinámica de acumulación interna, así como una reducción del crecimiento de corto y largo plazo de la economía mexicana<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> De 1996 a 2000 se tuvo una tasa de crecimiento promedio anual del PIB de 5.54%, muy superior a la de 1989-1994 (3.90% promedio anual), sin embargo al considerar el periodo 1995-2000, tal recuperación ya no lo es tanto, ya que en este periodo se obtuvo una tasa de 3.58% promedio anual y esta igualmente más cercana a la tasa de crecimiento del periodo de 1988-1994 que fue de 3.52% promedio anual, es decir que la mínima diferencia de 0.0547% entre los dos sexenios se debió al éxito del boom exportador. El cual se basó sobre todo al arrastre de la devaluación y la capacidad ociosa existente que había generado el tipo de cambio apreciado y la política económica contraccionista de 1989-1994. Ahora bien, si consideramos el periodo 1995-2001 dicho crecimiento de 2.96% promedio anual se aproxima más a un semi-estancamiento que aún creciente y sostenido crecimiento.

### 4.3.2 Necesidad Creciente de Entrada de Capitales y la Debilidad Ante la IED

Como hemos visto en los dos puntos anteriores de este capítulo, el proceso de globalización financiera en el cual esta inmerso la economía mexicana ha incrementado el costo de la "estabilidad" macroeconómica, es decir, ha incrementado el costo financiero de la estabilidad monetaria-cambiaria en el periodo 1996-2001, ya que las políticas destinadas a atraer capitales externos han provocado que en este periodo el pago de intereses totales del sector público sea incluso mayor al del periodo 1982-1987 (ver cuadro 1 y 12). Además, el costo de la deuda externa total ha sido también mayor en el periodo donde el tipo de cambio nominal ha sido relativamente estable (1996-2001) en relación al periodo donde se hizo uso activo de la política cambiaria (1982-1987), es decir la devaluación, ya que la deuda externa promedio anualmente 150,147 (MD) y 90,045 (MD) respectivamente. Así, dicho incremento de la deuda y el pago de intereses es derivado tanto de la necesidad creciente de capitales para estabilizar el tipo de cambio nominal, como para hacer frente al déficit de cuenta corriente creciente (provocado en parte por la apreciación cambiaria) y al pago de la deuda externa en sí.

Asimismo, dichas políticas monetaria y fiscal contraccionistas han llevado a una mayor contracción de la oferta y mercado interno, a mayores problemas de cartera vencida e insolvencia, así como a una menor recaudación fiscal derivada de la menor actividad económica por el cierre de medianas y pequeñas empresas nacionales (ver cuadro 18 del anexo). En este sentido, se ve incrementada la demanda por importaciones para satisfacer el mercado interno debido tanto a la apreciación cambiaria como a la mayor competitividad de estos productos, situación que además contribuye a la reducción de la inflación y al incremento de la competitividad de las grandes empresas exportadoras, pero también terminan incrementando el coeficiente de apertura externa, lo que lleva a una mayor necesidad de financiamiento externo, ya que los mayores flujos de comercio demanda mayores flujos de capital para ser financiados (ver cuadro 19). Por lo tanto, el costo financiero de la "estabilidad" no sólo se ve incrementado por las altas tasas de interés, sino también por la mayor y rápida apertura de la economía mexicana

**Cuadro 19**  
**Balance del Sector Externo 1988-2000**  
**Grado de Apertura de la Economía**

	1988	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
X+M/PIB	0.22	0.33	0.53	0.56	0.55	0.58	0.58	0.605	0.5706
M/PIB	0.10	0.19	0.25	0.27	0.27	0.30	0.30	0.30	0.294
Crec. % Importaciones	49.27	21.4	-8.7	23.5	22.7	14.2	13.2	22.9	-3.5
X/PIB	0.11	0.14	0.28	0.29	0.28	0.28	0.28	0.29	0.2766
Crec. % Exportaciones	11.2	17.3	30.6	20.7	15.0	6.4	16.1	22.0	-4.8
Crec. % del PIB de EUA	4.2	4.0	2.7	3.6	4.4	4.3	4.1	3.75	0.25
Crec. % del PIB de Méx	1.2	4.4	-6.2	5.2	6.8	5	3.8	6.7	-0.31

Fuente: Elaborado en base a datos de INEGI y Banco de México.

En efecto, el aumento del coeficiente de apertura externa ( $X+M/PIB$ ) ha sido creciente, ya que pasó de 22% a 60% de 1988 al 2000, determinado por el dinamismo extraordinario tanto de las exportaciones como de las importaciones. Sin embargo, desde 1995 año en el que el coeficiente de apertura externa dio un salto extraordinario de 33% a 53%, la oferta de divisas por concepto de exportaciones ha sido insuficiente para cubrir la brecha externa, ya que desde este año la cuenta corriente ha tenido cifras negativas crecientes.

Tal situación ha sido provocada por el mayor componente importado en la oferta global de la economía ( $M/Oferta\ global$ )<sup>12</sup> derivado del mayor crecimiento de las importaciones sobre las exportaciones, debido al patrón comercial establecido por las empresas maquiladoras e internacionales las cuales como ya mencionamos al igual que el sector financiero se favorecen por un tipo de cambio apreciado que estimula su rentabilidad en el país; tipo de cambio que hay que sostener para que dicha inversión venga al país pero que también generan un alto costo a la misma por concepto de intereses y repatriación de utilidades, además de reducir la oferta nacional así como el empleo.

Además, la necesidad creciente de entrada de capitales impide que el tipo de cambio este en función de la relación de precios internos versus externos, lo cual compromete la competitividad y dinámica de acumulación de las empresas mexicanas. De tal forma, se procede a ajustar la balanza de pagos a través de la entrada de capitales y a costa de planta productiva nacional, en vez de devaluar la moneda en relación al diferencial de precios se mantiene la política de apreciación cambiaría la cual lleva a un mayor endeudamiento externo. Por lo tanto, el crecimiento vía sector externo genera un alto costo al país ya que las exportaciones no son suficientes para cerrar la brecha externa por lo cual se procede a estimular la entrada de capitales, mismos que terminan generando más problemas que los que supuestamente intenta resolver. Esto debido a que es necesario mantener la apertura de la cuenta de capitales a costa de no tener política monetaria, fiscal y cambiaría para el crecimiento.

De tal forma, como ya hemos señalado, los flujos privados de capital continúan siendo el principal medio de financiamiento del desequilibrio de la balanza de cuenta corriente, donde el principal componente de desequilibrio de esta cuenta para todo el periodo 1996-2001 fue el servicio de la deuda externa (intereses netos) y en segundo lugar el déficit de la balanza comercial, situación que señala las crecientes presiones del sector externo sobre la economía (ver cuadro 13 del anexo). Sin embargo, a diferencia del periodo 1989-1994 la inversión extranjera directa (IED) ha sido el principal componente del superávit de la cuenta de capital.

<sup>12</sup> Se define a la oferta global como  $PIB + M$  y el componente importado de la oferta global se define como  $M/Oferta\ global$ , la cual promedio 12.6% promedio anual en el periodo 1989-1994 y 22.1% promedio anual en el periodo 1995-2001.

Es decir, mientras que en el primer periodo (1989-1994) con el 93.6% del superávit de la cuenta de capitales se cubría el déficit de la cuenta corriente, y donde el 65.4% del superávit de la cuenta de capitales correspondía a la inversión de cartera; ahora en el siguiente periodo (1996-2001) con el 82.7% del superávit de la cuenta de capitales se cubrió el déficit de la cuenta corriente, y donde el 93.5% del superávit de la cuenta de capitales correspondió a la inversión extranjera directa (IED). Situación que ha llevado por un lado, a un mayor incremento de las reservas internacionales y por otro, a que las autoridades económicas señalen una mayor fortaleza y menor vulnerabilidad de la economía mexicana ante el exterior, ya que el 63.3% de la IED se destinó a la industria manufacturera y el 23.3% al sector servicios.

**Cuadro 20**  
*Flujos de inversión extranjera 1995-2001*  
(millones de dólares)

<i>Concepto</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>Total</i>
Inversión Extranjera Total	-188	22,604	17,867	12,629	24,481	13,056	28,612	119,061
Directa	9,526	9,186	12,830	11,602	12,476	14,190	24,730	94,540
De Cartera	-9,715	13,419	5,037	1,027	12,005	-1,134	3,882	24,521
Mercado Accionario	519	2,801	3,215	-665	3,769	446	151	10236
Valores M. N.	-13,860	908	585	214	-917	-45	940	-12,175
Valores M. E.	3,626	9,710	1,237	-127	7,064	-972	1,910	22,448

Fuente: INEGI.

Como vemos en el cuadro 20, la IED ha sido la que ha predominado en el periodo de estudio. No obstante todo lo anterior, lo primero que hay que señalar es que dicha estructura de la inversión extranjera corresponde más a la cerrazón en términos relativos de los mercados financieros internacionales para las economías en vías de desarrollo a raíz de la crisis Asiática en 1997 y a las ventajas comparativas generadas por la apreciación cambiaria y los bajos salarios relativos y no por una política económica deliberada por buscar una mayor industrialización a través de la IED.

En segundo lugar, la IED se hizo más rentable en el país a raíz de las devaluaciones del peso frente al dólar en 1995 y 1997, ya que también lo hicieron los salarios mexicanos frente a sus similares estadounidenses y de otras partes del mundo, lo cual aceleró la IED sobre todo desde 1997 y en especial hacia la industria manufacturera. Sin embargo, tal incremento ve disminuido su impulso o arrastre sobre el crecimiento económico ya que gran parte de éste se destinó al proceso de fusiones y adquisiciones (un ejemplo es la fusión de Chrysler y Mercedes Benz, así como Banamex y Citigroup) y como veremos más adelante hacia sectores que importan más de lo que exportan. Además, al ser de 1995 a 2001 el 77.3% de las importaciones totales las

importaciones de bienes intermedios es como se reduce la transferencia de tecnología y el incremento del empleo, por lo cual este tipo de inversión directa disminuyen la capacidad de crecimiento de largo plazo y sólo se reduce a exportaciones de bajo valor agregado que necesita importar más de lo que exportan.

En tercer lugar y último, ahora en el 2001 con la desaceleración y la posible continuidad de dicho proceso de la economía de los Estados Unidos, la inversión extranjera directa disminuirá considerablemente en el 2002 ya que la salida de un gran número de empresas maquiladoras así lo señalan. Aunque en el 2001 las cifras no lo señalan en parte por el relativo repunte de la inversión de cartera, como señalamos la economía mexicana ha dejado de ser rentable para la IED y el sector manufacturero, ya que en el 2001 salieron del país más de 300 empresas maquiladoras y ese proceso produjo más de 236 mil desempleados. Dicho proceso continua en el 2002 ya que hasta marzo de dicho año salieron del país 533 plantas maquiladoras, lo cual según datos del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) los asegurados permanentes de la industria manufacturera disminuyeron en 579 mil empleos, afectando principalmente a las ciudades fronterizas de Chihuahua y Baja California.

Por lo tanto, por la forma de integrarse a la economía mundial y por los bajos encadenamientos productivos internos la economía mexicana se ve vulnerable ante la salida de la IED, esto ya que si bien la salida paulatina de ésta no se puede comparar con la salida repentina de los flujos especulativos de corto plazo, finalmente generan los mismos estragos de la recesión, pérdida de empleos y de mayor pobreza. Paradójicamente dicha situación puede profundizarse de continuar la salida de las empresas maquiladoras hacia China y Centro América y sobre todo hacia la primera, ya que en el 2006 se incorporará a la Organización Mundial del Comercio (OMC) y además para el próximo año, es decir, el 2003 se terminará el trato preferencial a las importaciones de la industria nacional, por lo que dicha salida de la IED parece reflejar parte de la estrategia de dichos capitales para incrementar su competitividad y expansión fuera de nuestro país.

De tal forma, lo que podemos decir hasta este punto es que se hace necesario replantear toda la estrategia comercial y financiera si es que se quiere tener un crecimiento económico sostenido. Finalmente, la inversión extranjera pudiera incrementarse en el 2002 pero por la inversión de cartera y no por la inversión extranjera directa, inversión que de no regularse a favor de la inversión productiva se hace poco deseable.

### 4.3.3 El Sector Externo y la Restricción al Crecimiento

Con frecuencia se menciona el éxito del ajuste estructural de la economía mexicana por el crecimiento de sus exportaciones totales y en especial por las manufactureras. Sin embargo, se suele omitir el crecimiento aún mayor de las importaciones totales y en especial también las de origen manufacturero, esto es así ya que las importaciones totales crecieron 3 puntos porcentuales por arriba de las exportaciones totales en nuestro periodo de estudio (1996-2001).

De tal forma, se tiene que la economía mexicana ha configurado un crecimiento económico desequilibrado, ya que con el objetivo de privilegiar la entrada de capitales (IED y de cartera) para continuar con la apertura financiera y comercial se ha tenido que mantener un tipo de cambio apreciado, altas tasas de interés reales y contracción del gasto público, todo lo cual ha redundado en el déficit de cuenta corriente creciente y en el de balanza comercial. Así, el patrón de crecimiento económico y el tipo de cambio apreciado han generado un desequilibrio externo que manifiesta la falta de encadenamientos productivos internos. una menor competitividad de la producción nacional, menores efectos multiplicadores internos sobre el ahorro y el empleo, así como un menor crecimiento de las exportaciones con un mayor componente nacional, situación que al mismo tiempo ha llevado a la reducción de la oferta interna y a la menor generación y ahorro de divisas para hacer frente al endeudamiento externo y su servicio, el cual es generado en su mayor parte por el sector privado nacional<sup>13</sup>.

Entonces al generarse un crecimiento desequilibrado en favor de las importaciones es como se inhibe el mayor crecimiento de las exportaciones (generación de divisas) y de la economía, al mismo tiempo que se comprometen las condiciones de rentabilidad y capacidad de pago para asegurar permanentemente el flujo de capitales y poder así financiar el déficit externo. Por lo tanto, al crecer en mayor medida las importaciones sobre las exportaciones es como se restringe el crecimiento económico, tal y como lo señala el análisis de los siguientes indicadores.

#### *Balanza Comercial:*

- Anteriormente señalamos que el principal indicador del desequilibrio externo de la economía mexicana estaba expresado por el déficit de cuenta corriente creciente, el cual esta explicado en primer lugar por el pago de intereses (intereses y repatriación de utilidades) y en segundo lugar por el déficit comercial. En el caso de éste último, sólo con las devaluaciones de 1994-

<sup>13</sup> El hecho de que se halla llegado a un record en las reservas internacionales en el año 2001, no implica que se necesiten menos reservas ya que por una parte el principal componente de esas reservas esta disminuyendo (IED) en el 2002, además se tiene que cubrir el déficit de la balanza comercial y el servicio y pago de la deuda, por lo cual se ha mantenido la política de privatización de empresas para hacer frente a las obligaciones externas.

1995 fue como se logró generar un pequeño superávit acumulado por 7,154.6 millones de dólares en 1996 y 1997. Sin embargo, con la momentánea recuperación económica dicho superávit se convirtió en un déficit acumulado por 21,546.1 millones de dólares de 1998 al 2000 y en el año 2001 a pesar del crecimiento cero se registro un déficit comercial por 9,953.6 millones de dólares (ver cuadro 11. B del anexo), situación que señala la dependencia de importaciones del conjunto del sistema productivo independientemente del crecimiento económico.

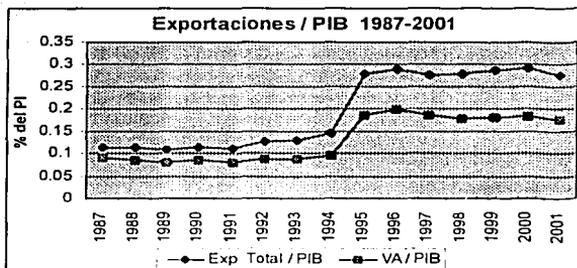
- En realidad, si se excluye las maquiladoras, el desequilibrio de la balanza comercial se presentó desde 1996. Además, debido a la falta de integración de la industria nacional y por la competencia indiscriminada frente a importaciones la balanza comercial manufacturera ha presentado saldos deficitarios desde los años ochenta, y dicho déficit no desapareció incluso con las devaluaciones de 1994-1995 y en los periodos de crecimiento económico este déficit manufacturero suele ser incluso mayor que el de la balanza comercial total, hecho que señala un desequilibrio estructural de este sector ya que las ramas que más contribuyen al déficit comercial manufacturero son precisamente aquellas que más aportan a las exportaciones (automotriz, autopartes, cemento, etc.).

#### *Exportaciones e Importaciones Totales:*

- En materia de exportaciones totales el ritmo ha sido considerable, ya que estas casi se quintuplicaron de 1989 a 2001. Ello implica un crecimiento promedio anual del 13.5%. Además, como proporción del PIB las exportaciones totales crecieron 16.6 puntos porcentuales, al incrementarse del 11% en 1988 al 27.6% en el 2001, crecimiento explicado principalmente por el crecimiento económico de los Estados Unidos en la década de los noventa (ver cuadro 19).
- Como vemos, se ha hecho un gran esfuerzo en materia de incremento de exportaciones. Sin embargo, en realidad gran parte de este dinamismo se debe a las exportaciones maquiladoras, exportaciones que contienen un mayor componente importado lo que resta capacidad de arrastre sobre el resto de los sectores económicos, esto es así ya que si a las exportaciones totales le descontamos el valor de las importaciones de las maquiladoras para así obtener el aporte neto (valor agregado) de las exportaciones, vemos que el dinamismo ya no lo es tanto. Este indicador (exportaciones totales menos las importaciones de las maquiladoras como porcentaje del PIB) aumentó 9.7 puntos porcentuales entre 1989 y 2001, al pasar del 7.9% al 17.6%, siendo de 1994 a 1995 el incremento más significativo de 9.6% a 18.6%. De tal forma, los incrementos más notables como vemos en la gráfica 13 se dan después de las devaluaciones de 1994-1995 y con forme el tipo de cambio se ha ido apreciando desde 1996, el crecimiento y la proporción en el PIB del valor agregado de las exportaciones ha dejado de incrementarse, siendo las exportaciones con un mayor componente

importado las que determinan el desenvolvimiento de las exportaciones totales.

Gráfica 13



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INEGI y Banco de México.

- Además, el mayor dinamismo de las importaciones sobre las exportaciones muestran la dependencia para completar el ciclo económico, ya que estas reportaron un crecimiento promedio anual del 14.4% de 1989 a 2001 y como proporción del PIB las importaciones totales crecieron 19.4 puntos porcentuales, al incrementarse de 10% en 1988 al 29.4% en el 2001.
- Sin duda, existe una gran dependencia de las importaciones, pero el efecto más dañino para la economía en su conjunto es la mayor dependencia de las importaciones intermedias (insumos) hechas por las empresas maquiladoras y no maquiladoras para poder exportar más, hecho que destruye la integración y empleo de la industria nacional y que por el lado de la demanda significa que el arrastre del crecimiento de las exportaciones sobre el resto de los sectores sea extremadamente débil tal y como se observa al analizar el siguiente punto.

#### *Las Exportaciones e Importaciones del Sector Manufacturero:*

- El cambio en materia de exportaciones no sólo se ha dado en el crecimiento de estas, sino también en la estructura de las mismas. Las exportaciones del sector manufacturero crecieron 17 por ciento promedio anual en el sexenio 1988-1994, en el siguiente sexenio 1995-2000 crecieron 19.4 por ciento promedio anual y en el 2001 estas cayeron 2.7 por ciento. En cuanto a su peso de estas exportaciones en el conjunto de ventas al exterior, en 1988 representaban el 59.7 por ciento, para 1994 alcanzaron el 83.9 por ciento y para el 2001 las exportaciones de la industria manufacturera representaron el 89.2 por ciento de las exportaciones totales.



- Como vemos, ha disminuido la importancia de las exportaciones petroleras en el total de exportaciones, lo que no ha reducido ha sido la importancia de las exportaciones de petróleo para las finanzas públicas. Lo que interesa en este punto es señalar que mientras más crecen las exportaciones manufactureras, más se incrementa la dependencia de las importaciones semi-manufactureras o de insumos ya que mientras en el sexenio 1988-1994 el 71% de las importaciones totales correspondían a importaciones de bienes intermedios, para el siguiente sexenio 1995-2000 este mismo dato se incremento al 77.3%. Tal situación es peligrosa, en primer lugar porque al disminuirse la proporción de bienes de capital es como se reduce la transferencia de tecnología y en segundo porque estas exportaciones manufactureras sólo se dedican a ensamblar insumos importados y casi no incorporan ningún elemento nacional, lo que resta capacidad de crecimiento económico sostenido e incrementa la demanda de divisas para financiar el déficit comercial y de cuenta corriente.
- Aunado a lo anterior, tenemos que más del 50% de las exportaciones manufactureras corresponde a las exportaciones de las empresas maquiladoras en el periodo 1995-2001, es decir, aquellas que importan alrededor del 80% de lo que exportan debido a que son beneficiadas por el tipo de cambio antiinflacionario.

Cuadro 21  
Dinámica y Estructura de las Exportaciones e Importaciones  
Tasas de Crecimiento  
(1989-2001)

	1989-1994*	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Exp. Manufactureras	15.2	32.1	20.7	18.1	11.9	15.1	19.0	-2.7
De Maquila	17.2	18.4	18.7	22.3	17.5	20.3	24.3	-3.2
No Maquila	13.1	46.9	22.4	14.4	6.7	9.9	13.1	-2.1
Imp. Totales	18.9	-8.7	23.5	22.7	14.2	13.2	22.9	-3.5
De Maquila	17.4	27.9	16.5	19.1	17.1	18.5	22.4	-6.7
No Maquila	19.4	-21.4	27.4	24.6	12.7	10.6	23.2	-1.7
Imp. de Bienes Intermedios	16.4	3.4	23.1	18.7	13.6	12.7	22.2	-5.5
Imp. de Bienes de Capital	22.1	-34.7	25.6	38.4	14.6	18.5	18.1	-7.2

Fuente: Elaborado en Base a Datos de Banco de México, página electrónica.

\* Promedio Anual.

- En efecto, la apreciación del tipo de cambio ha favorecido en mayor medida a las exportaciones de la industria maquiladora y ha restado capacidad de crecimiento a las exportaciones no maquiladoras (ver cuadro 21). Como podemos ver en el cuadro anterior, al devaluarse el peso con respecto al dólar el sector exportador más beneficiado fue el de no maquila con una tasa de crecimiento del 46.9% en 1995, para 1996 el impulso fue menor con

una tasa de crecimiento de 22.4%, y de 1997 a 2000 sin considerar la caída de 2001 se ha mantenido una tasa promedio anual de crecimiento del 11%. En contraste, el sector exportador maquilador ni antes ni después de la devaluación resintió un cambio significativo en su crecimiento, pero desde 1996 año en que el tipo de cambio comienza su apreciación las exportaciones maquiladoras han mantenido un crecimiento relativamente alto al promediar una tasa de crecimiento anual del 20.6% de 1996 a 2000, siendo este último año el de mayor crecimiento 24.3%. De tal forma, tenemos que al ser las empresa maquiladoras y transnacionales las que están detrás de estas exportaciones y al comerciar estas mismas con su propia moneda (el dólar), la dependencia de importaciones semi-manufacturadas se incrementará aún más, debido a que estas son necesarias para abaratar costos e incrementar las exportaciones.

- Es conocido que la industria maquiladora opera básicamente con insumos importados. Su coeficiente de consumo intermedio importado con respecto al total del consumo intermedio es de algo más de 90% (Fuji, G. 2000:52). Mientras que el promedio de la relación consumo importado de la industria maquiladora a las exportaciones del mismo sector equivalen al 80% en el periodo 1995-2001, es decir, 4.5 puntos porcentuales mayor en relación al periodo 1988-1994. De tal manera que el gran dinamismo que han tenido las exportaciones totales y en especial las exportaciones de las maquiladoras en poco o casi nada impactan sobre el crecimiento del empleo<sup>14</sup> y de la economía y se convierte en una restricción al crecimiento ya que se genera un déficit de cuenta corriente mismo que se cubre con capitales externos que son atraídos con tasas de interés reales altas.
- En lo que se refiere a la restricción externa del crecimiento, además de lo anterior diversos autores basados en el modelo de Thirlwall (1994) han señalado la desindustrialización de la economía mexicana en base al mayor incremento de la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones sobre la elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones, especialmente desde 1982 hecho que ha disminuido la tasa de crecimiento de largo plazo sustentable con el equilibrio de la balanza comercial. De tal forma que la economía mexicana debe crecer a tasas pequeñas con el fin de que no se tenga un desequilibrio insostenible en la balanza comercial (véase Ocegueda, Juan 2000 y Moreno Brid, 2001). Especialmente Moreno Brid (2001) ha enfatizado que el proceso de apertura comercial ha provocado un aumento de la elasticidad ingreso de las importaciones asociada al incremento en la rigidez de su respuesta a cambios en precios relativos<sup>15</sup>, lo que ha provocado una relativa contracción del sector que produce bienes

<sup>14</sup> Los efectos del patron comercial no sólo han afectado al sector productivo, sino también al empleo ya que "en la medida en que se fue incrementando el componente importado de la oferta global, definido por la relación entre importaciones y producción bruta, impidió la creación de ocupaciones que se habría derivado del crecimiento de la producción interna, además de que esto pudo haber destruido empleos si las importaciones sustituyeron a la producción nacional" (Fuji, G. 2000:52)

<sup>15</sup> El significado de esta relación es que incluso la economía mexicana podría tener estancamiento económico con déficit comercial duradero.

comerciables que se venden en el mercado interno mexicano, los cuales han sido desplazados del mercado por competidores extranjeros, inclusive llegando a veces a convertirse en meros distribuidores de bienes importados.

Como vemos, el problema externo de la economía mexicana es estructural ya que independientemente del nivel de crecimiento económico la economía refleja un desequilibrio en casi todos los indicadores del sector externo. Aunado a esto, las presiones financieras derivadas del tipo de cambio antiinflacionario y las presiones del endeudamiento interno y externo sobre las finanzas públicas han provocado que no se pueda emprender una política económica activa para el crecimiento, por lo que de no recuperarse la economía norteamericana se profundizarán la inestabilidad financiera y el bajo crecimiento económico.

#### 4.4 Bibliografía

Carstens, Agustín y Werner, Alejandro. 1999. Mexico's Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime. Banco de México, Documento de Investigación No. 9905, Mayo de 1999.

Eatwell J. y Taylor L. 2000. Global Finance at Risk: The Case for International Regulation. The New Press, Nueva York.

Ejecutivo Federal. 1997. Programa Nacional de Financiamiento para el Desarrollo. Pronafide.

Fuji, Gerardo. 2000. Apertura Externa y Empleo Manufacturero en México. En Momento Económico No. 109, 2000.

Guillén Romo, Héctor. 1997. La Contrarrevolución Neoliberal. Colección Problemas de México. Ed. Era, México.

Hefeker, Carsten. 2000. Sense and nonsense of fixed exchange rates: on Theories and crises. En *Cato Journal*, vol. 20, núm.2.

Huerta, González Arturo. 1998. El Debate del Fobaproa: orígenes y consecuencias del "rescate bancario". Ed. Diana.

—. 2000. La Insustentabilidad del Modelo Económico Actual. En la revista Economía y Desarrollo, No. 1, Vol. 126, FE Universidad de la Habana, Cuba.

Kregel, Jan, 1999. Fujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods. En Comercio Exterior, enero.

Maldonado Muñoz, Ramón. 2002. El Modelo Secundario Exportador, Un Ajuste Estructural Fallido (1983-1999). Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM.

Mayoral, Isabel. 2001. Banxico saca las manos del mercado cambiario. Nota publicada en el periódico el Financiero, junio, pág. 4.

McCombie, J. S. L. and A. P. Thirlwall. 1994. Economic Growth and the Balance of Payments Constraint Ed. St. Martin's Press.

Moreno Brid, Juan Carlos. 2001. Liberalización comercial y demanda de importaciones, en Investigación Económica FE UNAM No. 240, abril-junio.

Ocegueda, Juan. 2000. La hipótesis de crecimiento restringido por balanza de pagos. Una evolución de la economía mexicana 1960-1997, en Investigación Económica FE UNAM no. 232, abril-junio

Torreblanca Jacques, Eduardo. 2002. Maquiladoras en Jaque. Nota publicada en el periódico El Universal, junio.

UNCTAD. 2001. Trade and Development Report, United Nations, Cap. V, 2001.

## 5. Conclusiones.

### 5.1 La "Financiarización" de la Economía, las Finanzas Públicas y el bajo Crecimiento Económico

Lo primero que se debe mencionar de los efectos de la liberalización financiera sobre el crecimiento económico, es que ésta ha llevado a lo que podríamos denominar la "financiarización" de las finanzas públicas, en el sentido de que cada año una mayor parte de los ingresos fiscales son destinados al pago de intereses, lo cual resta capacidad de crecimiento económico al reducirse el gasto de inversión por parte del gobierno. Esto es así ya que el pago de intereses internos en la década de los noventa fueron casi el doble a los que se pagaban en la década de los ochenta, es decir, a pesar de que en la década de los noventa se mantuvo una tasa de cambio relativamente más estable que en la década anterior, el costo fiscal de la estabilización cambiaria es incluso mayor que cuando el tipo de cambio se devalúa (ver cuadro 1 y 12 ).

Entonces, no es cierto que el menor déficit fiscal reduce la tasa de interés interna tal y como lo afirma la teoría monetarista, ni que después de las devaluaciones de 1994-95 se mantenga un tipo de cambio flexible, ya que de darse aquello existirían bajas tasas de interés nominales y reales, así como un menor déficit de cuenta corriente, situación que no se observa en la realidad. De tal forma, no se puede reducir la tasa de interés real interna ya que aquella está en función de la estabilidad monetaria-cambiaria, del monto de reservas internacionales, de la tasa de interés externa y del pago de la deuda externa, situación que al mismo tiempo lleva a que la mayor parte de las inversiones se coloquen en el sector maquiladoras y sector financiero de corto plazo y sobre todo a éste último al disminuir el crecimiento de las exportaciones mexicanas.

Por lo tanto, con la liberalización financiera la tasa de interés crece en mayor medida que los ingresos, esto debido a que al basarse el financiamiento de la economía casi totalmente en operaciones de mercado abierto y ante la constante necesidad de capitales externos para financiar la economía abierta, al contrario de lo que sucede con los flujos de arbitraje tradicionales, el alza de la tasa de interés real no genera una autoeliminación por la mayor cantidad de capitales que se atraiga, sino un autorrefuerzo a la alza, tal y como señala un experto en el tema

"Una política fiscal y monetaria destinada a combatir la inflación incrementará el diferencial de tasa de interés que atraerá flujos externos de capital, aumentando el crédito y la liquidez. Este servicio revertirá la política restrictiva, a menos que los fondos se esterilicen, para lo cual se requiere emitir una mayor deuda interna a una tasa de interés más alta. El primer efecto será el incremento de las reservas internas, lo que dará la impresión de una sólida tasa de cambio. En virtud de que las reservas se invierten a tasas internacionales, habrá un saldo negativo

que habrá que financiar con un aumento del déficit presupuestario o la emisión de más deuda interna. Esto aumentará la presión sobre la tasa de interés, reforzará aún más el diferencial y presionará al alza el tipo de cambio, lo cual a menos que la política reduzca rápidamente la inflación, conducirá a una apreciación real que derivará en un aumento del déficit con el exterior" (Kregel, J. 1999:3).

El predominio de este esquema hasta sus últimas consecuencias ha llevado a que se haga cada vez más evidente la relación entre la Bolsa de Valores, el tipo de cambio y la tasa de interés, en el sentido que a la mínima señal de contagio sobre la Bolsa de Valores el tipo de interés real y nominal se incrementan para mantener la rentabilidad del capital financiero inalterada e inclusive mayor para evitar su salida, esto es así ya que la mayor cantidad de bonos públicos dinamizan al mercado de capitales; por lo tanto, lo mismo sucede al sufrir una pequeña depreciación el tipo de cambio nominal, con lo cual se incrementa la tasa de interés y el mismo mecanismo opera cuando baja la tasa de interés (apreciación cambiaria)<sup>1</sup>, todo lo cual repercute sobre las finanzas públicas.

En este sentido, debido a la mayor inestabilidad financiera mundial derivada del menor crecimiento económico de Estados Unidos, el mayor endeudamiento interno y externo de ésta y a la menor inversión productiva provocada por las políticas a favor del capital financiero en México y otros países, ha llevado a las autoridades mexicanas a exigir la privatización de las empresas estratégicas del país e incrementar impuestos con el sentido de mantener la disciplina de las finanzas públicas, incrementar divisas y así una menor vulnerabilidad externa.

Sin embargo, la mayor inestabilidad financiera y efectos de contagio seguirán incluso si se dieran las privatizaciones de PEMEX y CFE ya que el contexto interno descrito anteriormente no se puede entender sino se ubica en el contexto internacional de globalización de las finanzas internacionales, tal y como lo señala una reconocida especialista en el tema:

"La respuesta a la pregunta sobre por qué ha habido especulaciones frecuentes, a partir de 1989, contra las demás monedas internacionales convertibles, no es por causa de las posiciones de reservas cambiarias de sus respectivos Bancos Centrales —ya que el sistema ha dejado de ser un sistema de reservas— más sino porque el valor del dólar es fijado por la tasa de interés americana, que funciona como referencia básica del sistema financiero internacional en función de la capacidad de EUA en mantener su deuda pública como título de seguridad máxima del sistema. Por su parte, la utilización de la tasa de interés americana

---

<sup>1</sup> Hay que señalar que incluso por lo general se mantiene el tipo de cambio apreciado y una relativa alta tasa de interés, las modalidades señaladas sólo se observan en tiempos de inestabilidad de la bolsa de valores.

como la tasa de referencia para el violento aumento de transacciones financieras de la economía financiera global, ha inducido a que la denominación de las operaciones de securitización en general, sea hecha en dólar, abriendo la posibilidad de realizar ganancias extraordinarias de arbitraje cuando existen diferencias sustanciales entre la tasa de interés interna y las correspondientes fluctuaciones en la tasa de cambio de la moneda local por referencia al dólar" (Tavares y Melin, 1997:4).

Como vemos, la mayor competencia por recursos externos entre las economías emergentes y la imposición de la deuda pública norteamericana como título de seguridad de las transacciones financieras internacionales, ha llevado al constante movimiento de capitales, a la alza de las tasas de interés reales y a la apreciación de los tipos de cambio con el fin de garantizar altas ganancias financieras, lo cual como hemos visto repercute sobre las finanzas públicas, el déficit de cuenta corriente y sobre el crecimiento económico.

Además, las finanzas públicas y el crecimiento económico no sólo han sido afectadas por los mecanismos de mercado directos, sino también por los que se han denominado fallas de mercado (información asimétrica). Pero más allá de los problemas de corrupción, mala administración de los bancos y demás instituciones financieras, la liberalización financiera incrementó y sigue incrementando el pasivo de los agentes privado, mismo que al hacerse insostenible por la profundización de la liberalización financiera y las políticas que llevaron a la crisis al sistema bancario (políticas monetarias y fiscales contraccionistas), esta deuda privada ha tenido que pasar a manos del sector público (carteras vencidas). De tal forma, el pasivo creciente del FOBAPORA (ahora IPAB que equivale alrededor del 15% del PIB para el año 2002) debe entenderse más allá de ineficiencias cometidas como el resultado de la globalización financiera y su creciente inestabilidad.

En efecto inestabilidad financiera que pone en riesgo ya no el crecimiento económico prometido por las autoridades del 7% anual, sino el de un proceso de estancamiento derivado de la caída del PIB por el menor crecimiento de las exportaciones a Estados Unidos y por una mayor apreciación cambiaria causada por políticas monetaria y fiscales restrictivas que tiene el objetivo de reducir la inflación.

Ante esta situación de mayor inestabilidad financiera, el mayor problema radica en que estas políticas contraccionistas han estimulado el crecimiento del endeudamiento externo privado (por la menor tasa de interés externa y la apreciación cambiaria) y han distorsionado las decisiones de inversión hacia los sectores más dinámicos (sector financiero y maquilador), lo que agrava la inestabilidad debido a que el mayor endeudamiento externo no viene acompañado por una mayor generación de divisas derivada de una diferencia positiva entre exportaciones con un mayor componente nacional e

importaciones. En la realidad sucede todo lo contrario, por lo que es muy probable que la economía mexicana continúe financiándose a través de la apreciación del tipo de cambio y los flujos externos de capital, ya que la devaluación generaría una incapacidad de pago peor a la vivida en 1995. Por lo tanto, al continuar con la liberalización financiera irrestricta se seguirá generando un círculo vicioso de mayor dependencia externa (endeudamiento externo) y vulnerabilidad productiva interna que se harán más presentes ante cualquier incremento significativo de la tasa de interés internacional.

## **5.2 Imposibilidad de Continuar con la Apertura Económica**

El crecimiento económico registrado por la economía mexicana en el período 1988-1994 y 1996-2000 se explica por el mayor déficit del sector privado, es decir, en ausencia de un Estado que estimule la inversión y el crecimiento, el endeudamiento del sector privado (sobre todo externo) ha dirigido el crecimiento económico. Sin embargo, al predominar la lógica de la obtención de la más alta ganancia, la inversión se ha concentrado sobre los sectores más dinámicos (sectores maquilador y financiero) lo que ha generado un crecimiento desequilibrado tal y como lo señalan la crisis de 1994-95 y la actual recesión económica de 2001.

En efecto al basarse tal crecimiento en la apertura de la economía que permite obtener tanto las importaciones baratas (por la apreciación cambiaria) como el financiamiento de dichas compras, le han posibilitado a la economía mexicana obtener un crecimiento de 3.25% promedio anual de 1988 a 2001, crecimiento que comparado es mucho menor al registrado en el modelo de sustitución de importaciones y que además, si le sumamos a este bajo crecimiento los altos intereses que se pagan, encontramos que más bien la apertura económica (comercial y financiera) acelerada ha restado capacidad de crecimiento a la economía mexicana.

De tal forma, la apertura comercial y financiera le han salido más costosa al país de lo que supuestamente sería, esto es así ya que las políticas destinadas a atraer capitales y liberalizar el comercio han disminuido los grados de acumulación del sector productivo, lo que ha provocado que el sector bancario nacional cuente con menores recursos internos (excedentes) para financiar el crédito interno, por lo que la banca ha recurrido al financiamiento externo, pero el servicio de esta deuda y la devaluación de 1994 han provocado que se mantengan altas tasas de interés y la contracción del crédito, así como una crisis bancaria y bajo crecimiento económico. Pero además de lo señalado, nuestra economía se ha hecho más dependiente de la economía de Estados Unidos a través del TLCAN, lo cual ha incrementado el coeficiente de apertura externa y con ello la descapitalización de la mayor parte de las empresas nacionales.

Si recordamos, a inicios de los años noventa, 1991 y 1992, cuando la economía de los Estados Unidos manifestaba síntomas de estancamiento una gran cantidad de capitales salieron de esa economía y fluyeron hacia las economías de América Latina y principalmente a México, lo cual les permitió alcanzar un crecimiento mayor al registrado en la década de los ochenta. De tal forma nuestra economía profundizó su crecimiento en base al mercado externo a través de las exportaciones maquiladoras, dicho proceso inviable se manifestó con la crisis de 1994-95, pero a pesar de esto en el periodo 1996-2001 se continuó con las maquiladoras como base del crecimiento las cuales ganaron competitividad y crecimiento gracias a la apreciación del tipo de cambio y al crecimiento de Estados Unidos, pero claro esta, solo aquellas empresas extranjeras integradas a la economía estadounidense que comercian en dólares, el efecto contrario de pérdida de competitividad y menor crecimiento se dio sobre aquellas empresas nacionales menos integradas a la economía del norte.

Entonces, la recesión de 2001 y parte de 2002 se explican sí por la recesión norteamericana, pero también por la menor integración, producción y oferta interna de las empresas nacionales las cuales han sido afectadas por la invasión de importaciones de las empresas transnacionales y el tipo de cambio apreciado, ambos necesarios par reducir costos e incrementar exportaciones de estas empresas.

En conclusion, tenemos que las políticas tendientes a mantener la liberalización del mercado financiero con el sentido de financiar la apertura comercial han generado una inestabilidad financiero creciente y un bajo crecimiento económico.

### **5.3 Los Retos del Crecimiento Económico**

El crecimiento económico equilibrado y creciente necesitan de una mayor producción interna integrada, lo cual hace necesario las políticas de gasto del gobierno, así como una reforma fiscal integral que grave en mayor medida a los grandes capitalistas. De tal forma, un mayor gasto y subsidio público a las empresas nacionales podrían incrementar la producción interna, la productividad y así tratar de revertir el déficit de la balanza comercial (por ejemplo dar subsidios a las exportaciones con un mayor componente nacional).

Al mismo tiempo es esencial poner el tipo de cambio al servicio de los sectores productivos, al servicio de la producción, el empleo, y el crecimiento económico y no al servicio del capital financiero. No es lo mismo reducir el tipo de cambio en base al incremento de la producción y la productividad, que reducirlo en base a la menor depreciación del tipo de cambio nominal, en relación a la inflación interna.

También, la única forma de reducir el déficit de cuenta corriente por concepto de intereses, es renegociar el pago de la deuda externa. Este punto que en realidad es difícil pero no imposible se facilitaría si se reforma el sistema financiero internacional con el fin de regular el movimiento de capitales.

Además, el gobierno y las empresas nacionales necesitan de créditos a bajas tasas de interés, lo cual pasaría a replantear la autonomía del banco central y el actual dominio de la banca nacional por parte de la banca extranjera, ya que de mantenerse así continuaría la contracción monetaria, el bajo crédito y las altas tasas de interés interna.

Por último es necesario la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte en aquellos apartados que son desfavorables al empleo nacional, al mercado interno y a los encadenamientos productivos.

Estos puntos que a mi juicio deberían ser simultáneos, son necesarios para la reconstrucción de un México más próspero y equitativo.

#### 5.4 Bibliografía

Kregel, Jan, 1999. Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods. En Comercio Exterior, enero.

Tavares, M. Conceicao y Melin, Luiz. 1997. Poscrito 1997: La Reafirmación de la Hegemonía Norteamericana. En Poder e dinheiro. Editora Vozes.

**ANEXO**  
**ESTADÍSTICO**

**CUADRO 1**  
**PRODUCTO INTERNO BRUTO**

Años	Millones de Nuevos Pesos		Deflactor 1970=100	Millones de Dólares PIB Real	Variación Anual PIB Real
	Precios Corrientes	Precios Constantes*			
1982	9,797.8	1,024,120.0	202.8	11,870.9	-0.6%
1983	17,878.7	988,415.1	386.2	17,151.3	-4.2%
1984	29,471.6	1,022,128.0	614.5	26,843.4	3.6%
1985	47,391.7	1,044,489.0	963.2	64,885.3	2.6%
1986	79,191.3	1,012,330.0	1,672.2	145,905.9	-3.8%
1987	192,801.9	1,029,767.0	3,996.8	242,190.6	1.9%
1988	416,305.2	1,042,981.0	8,524.4	272,734.2	1.2%
1989	548,858.0	1,085,801.0	10,785.8	325,570.7	4.2%
1990	738,897.5	1,141,999.0	13,819.9	360,919.4	5.1%
1991	949,147.6	1,190,132.0	17,033.1	386,556.6	4.2%
1992	1,125,334.3	1,232,276.0	19,487.8	363,662.0	3.6%
1993	1,256,196.0	1,256,196.0	21,337.7	403,243.0	2.0%
1994	1,420,159.5	1,312,200.0	27,102.7	420,773.0	4.4%
1995	1,837,019.1	1,230,608.0	31,848.2	286,184.0	-6.2%
1996	2,525,575.0	1,293,859.0	41,639.8	332,337.0	5.2%
1997	3,174,275.2	1,381,525.0	49,015.7	400,870.0	6.8%
1998	3,846,349.9	1,449,310.0	56,548.9	421,026.0	5.0%
1999	4,583,762.3	1,503,500.0	64,951.6	479,446.0	3.8%
2000	4,599,449.8	1,603,262.0	72,034.9	574,514.0	6.7%
2001	5,491,018.2	1,598,832.0	77,824.9	572,733.0	-0.27%

Fuente: Banco de México.- Indicadores Económicos y Acervo Histórico.

\* Precios de 1993

Cuadro 2

Años	PIB Sectorial (millones de Pesos a Precios de 1993)								
	Agricultura	Minería	Industria Manufacturera	Construcción	Electricidad, Gas y Agua	Comercio	Comunicacio	Servicios Financieros	Servicios Comunales
1988	66,822	15,134	178,416	43,240	16,114	202,530	87,505	146,785	226,562
1989	65,879	15,090	192,501	43,995	16,835	211,892	91,603	151,916	233,484
1990	70,663	15,602	205,525	48,040	17,270	225,058	94,873	158,670	240,835
1991	72,247	15,765	212,578	50,385	17,337	238,750	98,125	166,125	251,629
1992	70,637	15,963	221,427	53,754	17,869	251,402	103,317	173,740	255,443
1993	72,703	16,258	219,934	55,379	18,327	251,629	107,480	183,208	263,922
1994	73,373	16,670	228,892	60,048	19,201	268,696	116,842	193,146	267,243
1995	74,005	16,223	217,582	45,958	19,614	226,960	111,081	192,526	261,056
1996	76,646	17,538	241,152	50,449	20,512	237,859	120,001	193,627	263,652
1997	76,792	18,323	265,113	55,132	21,580	263,313	131,923	200,847	272,474
1998	77,398	18,824	284,643	57,461	21,979	278,161	140,716	210,097	280,288
1999	80,197	18,431	296,631	60,329	23,718	286,818	151,676	217,704	286,214
2000	80,640	19,134	317,000	63,382	23,950	322,265	166,295	228,952	294,501
2001p/	82,687	19,027	304,655	60,525	24,366	318,097	170,964	238,325	296,009

FUENTE: INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

p/ cifras preliminares.

110

Cuadro 3. A

Saldo de la Deuda Externa del Sector Público y Privado  
(Millones de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>Total (I) + (II)</b>										
Saldo Total	89,862.9	90,134.8	94,233.8	97,418.0	99,452.4	102,663.9	95,301.5	89,317.2	100,907.9	110,984.8
% del PIB	67.4	57.8	51.1	61.5	83.8	80.3	47.5	39.9	35.4	33.0
<b>(I) Sector Privado</b>										
Saldo Total	30,988.7	27,578.6	24,855.9	25,337.9	24,101.5	21,257.1	14,298.3	13,258.2	23,137.6	30,997.0
% del PIB	23.2	17.7	13.5	16.0	21.5	16.6	7.1	5.9	8.1	9.2
No Bancario	23,030.8	20,432.6	17,630.9	17,053.9	16,283.5	15,384.1	8,015.3	6,038.2	9,039.6	12,035.0
% del PIB	17.2	13.1	9.6	10.8	14.5	12.0	4	2.7	3.2	3.6
Bancario	7,957.9	7,146.0	7,225.0	8,284.0	7,818.0	5,873.0	6,283	7,220	14,098	18,962
% del PIB	6.0	4.6	3.9	5.2	7.0	4.6	3.1	3.2	4.9	5.6
<b>(II) Sector Público</b>										
Saldo Total	58,874	62,556	69,378	72,080	75,351	81,407	81,003	76,059	77,770	79,988
% del PIB	44.2	40.1	37.6	45.5	67.3	63.7	40.4	34.0	27.3	23.8

FUENTE: Elaborado en base a datos de la Dirección de Deuda Pública, DGCP.

Cuadro 3. B

Saldo de la Deuda Externa del Sector Público y Privado  
(Millones de dólares)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
<b>Total (I) + (II)</b>										
Saldo Total	111,092.7	125,183.4	134,999.4	148,182.0	143,164.3	139,939.8	151,877.3	161,912.2	149,151.6	153,655.9
% del PIB	28.6	29.1	47.1	53.1	38.9	32.0	35.7	30.7	24.9	24.4
<b>(I) Sector Privado</b>										
Saldo Total	35,337.5	46,436.0	49,563.6	47,248.3	44,879.8	51,618.6	59,583.1	69,622.7	64,551.4	65,195.2
% del PIB	9.1	10.8	17.3	16.9	12.2	11.8	14	13.2	10.8	10.4
No Bancario	15,840.5	23,226.0	25,427.6	26,518.3	26,411.8	34,793.6	43,762.1	55,498.7	53,348.8	55,593.2
% del PIB	4.1	5.4	8.9	9.5	7.2	8	10.3	10.5	8.9	8.7
Bancario	19,497	23,210	24,136	20,730	18,468	16,825	15,821	14,124	11,203	9,602
% del PIB	5	5.4	8.4	7.4	5	3.8	3.7	2.7	1.9	1.7
<b>(II) Sector Público</b>										
Saldo Total	75,755	78,747	85,436	100,934	98,285	88,321	92,294	92,290	84,600	88,461
% del PIB	19.5	18.3	29.8	36.2	26.7	20.2	21.7	17.5	14.1	14.0

FUENTE: Elaborado en base a datos de la Dirección de Deuda Pública, DGCP.

\*Junio

110

CUADRO 4  
VARIABLES FINANCIERAS

Años	México			E. U.		México			
	CETES		Comercial	Treasury	Comercial	Reservas Internacionales	Tipo de Cambio	Tipo de Cambio	Tasa de Inflación
	Tasa de Interés Nominal	Tasa de Interés Real	Millones de Dólares	Nominal	Real*	Anual			
1980	17.3	-7.0	-	-0.4	-	2,960	0.023	0.032	26.2
1981	30.9	1.7	-	5.6	-	4,074	0.025	0.038	28.7
1982	46	-26.3	-	6.2	-	834	0.056	0.056	98.8
1983	60	-11.5	-	4.6	-	3,913	0.121	0.11	80.8
1984	50	-5.7	-	1.8	-	7,272	0.169	0.17	59.2
1985	64	0.2	7.5	3.7	4	4,906	0.264	0.26	63.7
1986	87	-9.13	-1.4	5.0	5.3	5,670	0.629	0.49	105.8
1987	96.3	-24.3	-13.7	1.7	2.3	12,464	1.41	1.09	159.2
1988	69	11.4	2.5	2.4	3.1	5,279	2.66	2.72	51.7
1989	45	21.1	24.2	3.6	4.2	6,860	2.46	2.57	19.7
1990	34.9	3.8	6.3	1.9	1.8	10,168	2.81	3.08	29.9
1991	19.3	0.4	5.1	2.7	2.7	17,547	3.02	3.63	18.8
1992	15.7	3.4	9.5	0.8	0.8	18,554	3.09	4.07	11.9
1993	14.9	6.4	12	0.4	0.5	24,538	3.12	4.34	8
1994	14	6.5	11	1.9	1.9	6,148	3.38	4.52	7
1995	48.7	-2.2	3.4	3.3	3.3	15,741	6.42	5.94	52.0
1996	31.3	2.8	7.1	1.9	2	17,553	7.6	7.75	27.7
1997	19.8	3.6	7.8	3.8	3.8	27,950	7.92	9.14	15.7
1998	24.1	4.6	7	3.8	3.7	30,235	9.14	10.43	18.6
1999	21.3	8.0	11.3	2.6	2.4	30,683	9.56	11.9	12.3
2000	15.3	5.8	8.1	2.9	2.8	33,687	9.46	12.61	9.0
2001	11.3	6.5	9.1	2.1	2	44,880	9.41	12.94	4.5

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos y EUA, Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

\* Elaboración propia en base a datos de Banco de México, 1988=100, promedio anual. La diferencia entre el tipo de cambio nominal y real en el año base 1988, se debe a que el cálculo se hizo mensual (julio=100) y aquí sólo se se presenta un promedio anual.

Los Cetes son a 28 días y el papel comercial tanto de México como de E. U. también son a 28 días.

Cuadro 5 A

Crédito Otorgado por la Banca Comercial Consolidada Según la Actividad													
Principal de los Prestatarios (millones de pesos corrientes)													
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
TOTAL*	64,073,226	101,736,258	163,631,471	245,559,840	351,306,242	437,382,563	617,359,000	780,825,000	886,271,000	953,983,000	1,088,427,000	1,221,938,000	346,631,000
1.- Empresas y Particulares	5,373,552	9,569,710	15,291,045	22,952,601	29,610,778	33,139,613	39,779,000	40,169,000	47,535,000	50,535,000	49,890,000	45,984,000	39,317,000
2.- Industrias	19,024,347	32,413,734	47,485,339	71,477,214	90,338,185	107,152,733	158,154,000	189,493,000	210,272,000	234,343,000	256,046,000	237,198,000	209,341,000
3.- Vivienda	6,024,801	8,476,438	12,385,922	17,955,723	51,647,005	76,563,613	103,368,000	163,545,000	205,013,000	223,901,000	254,299,000	260,625,000	210,164,000
4.- Servicios y otras Actividades	13,807,638	23,874,578	46,115,654	77,638,910	111,524,006	126,002,417	213,716,000	241,220,000	241,676,000	254,030,000	253,412,000	230,218,000	210,164,000
5.- Comercio	8,080,561	19,481,542	31,171,492	47,481,467	59,252,603	82,880,414	44,083,000	36,738,000	28,515,000	29,579,000	30,581,000	34,090,000	44,098,000
6.- Gobierno	11,762,327	7,920,256	11,182,019	10,668,298	8,933,665	11,643,710	20,544,000	31,153,000	41,911,000	46,720,000	62,380,000	53,085,000	49,473,000
7.- Servicios Financieros	682,620	665,746	1,910,844	4,618,271	4,088,036	12,408,013	26,460,000	28,609,000	18,314,000	15,184,000	19,825,000	148,347,000	145,331,000

\*De 1988 a 1993 el total solo corresponde del punto 1 al 6 y después de esta fecha ya se contabilizan los siete puntos. Además, desde 1994 al 2000 el BM incorpora al total el crédito interbancario, el crédito exterior y un renglón de ajuste, los cuales no se incorporan en esta tabla.

Fuente: Banco de México, *Indicadores económicos varios números*

Cuadro 5 B

Crédito Otorgado por la Banca de Desarrollo Según la Actividad													
Principal de los Prestatarios (millones de pesos corrientes)													
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
TOTAL*	72,933,619	78,809,300	85,388,034	91,794,077	116,013,604	146,111,143	254,892,000	348,372,000	345,485,000	342,551,000	403,061,000	403,220,000	396,291,000
1.- Empresas y Particulares	9,220,722	10,067,804	9,928,091	7,094,971	8,582,175	10,924,172	11,592,000	15,337,000	18,127,000	19,965,000	11,350,000	12,885,000	14,357,000
2.- Industrias	10,363,307	8,288,485	9,134,937	8,115,295	9,621,819	13,120,122	17,006,000	27,549,000	28,709,000	27,520,000	35,378,000	40,556,000	47,267,000
3.- Vivienda	102,779	46,569	66,656	142,613	409,445	550,246	1,116,000	346,000	1,107,000	3,702,000	4,685,000	2,972,000	2,124,000
4.- Servicios y otras Actividades	7,944,869	9,416,565	16,244,765	21,945,611	36,366,709	56,872,933	15,236,000	15,091,000	14,340,000	12,418,000	8,106,000	7,159,000	9,097,000
5.- Comercio	553,196	850,299	739,409	1,949,194	2,931,256	3,802,226	385,000	1,574,000	187,000	3,029,000	3,133,000	3,477,000	4,709,000
6.- Gobierno	44,748,746	50,139,578	49,274,176	52,546,393	58,102,198	60,842,184	115,321,000	190,079,000	192,982,000	210,307,000	266,709,000	285,170,000	268,181,000
7.- Servicios Financieros	-842,885	2,561,131	1,268,476	1,354,115	1,956,768	2,835,176	88,330,000	92,355,000	83,365,000	60,846,000	66,935,000	43,003,000	39,627,000

\*De 1988 a 1993 el total solo corresponde del punto 1 al 6 y después de esta fecha ya se contabilizan los siete puntos. Además, desde 1994 al 2000 el BM incorpora al total el crédito interbancario, el crédito exterior y un renglón de ajuste, los cuales no se incorporan en esta tabla.

Fuente: Banco de México, *Indicadores económicos varios números*

Cuadro 6 A

Crédito Otorgado por la Banca Comercial Consolidada Según la Actividad													
Principal de los Prestatarios													
(millones de pesos constantes)													
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
TOTAL*	751,645 0	943,242 6	1,184,027 9	1,441,662 6	1,802,668 3	2,049,811 3	2,672,237 4	2,451,708 4	2,118,422 8	1,946,280 5	1,924,753 6	1,881,305 5	1,314,128 3
1 - Empresas y Particulares	63,037 3	88,725 1	110,645 1	134,752 9	151,945 2	155,311 1	172,183 3	126,126 4	114,157 6	103,099 6	88,224 5	70,797 3	54,580 5
2 - Industrias	223,175 2	300,522 3	343,601 2	419,637 1	463,562 8	502,175 6	684,569 3	594,988 1	504,978 4	478,097 8	452,786 9	365,191 9	290,610 5
3 - Vivienda	70,677 1	78,588 9	89,623 8	105,416 6	265,022 2	358,813 5	447,428 2	513,514 1	492,444 7	456,794 5	449,697 5	401,260 3	291,753 0
4 - Servicios y otras Actividades	161,977 8	221,351 9	333,690 2	455,812 0	572,276 0	590,515 5	925,069 4	757,405 4	563,396 6	518,262 5	448,129 0	354,445 5	291,753 0
5 - Comercio	94,793 3	180,622 1	225,555 1	278,760 0	304,049 7	388,422 7	190,813 2	115,353 5	68,480 2	50,346 0	54,078 9	52,485 2	61,217 5
6 - Gobierno	137,984 2	73,432 3	80,912 4	62,632 7	45,842 3	54,566 0	88,924 7	97,817 1	103,651 3	95,316 4	110,311 6	81,730 1	68,679 2
7 - Servicios Financieros	8,007 8	6,172 4	13,826 8	27,113 5	20,977 4	58,156 8	114,532 1	89,829 3	44,102 0	30,977 8	35,058 2	228,396 2	201,750 8

\*De 1988 a 1993 el total sólo corresponde del punto 1 al 6 y después de esta fecha ya se contabilizan los siete puntos. Además, desde 1994 al 2000 el BM incorpora al total el crédito interbancario, el crédito exterior y un renglón de ajuste, los cuales no se incorporan en esta tabla.

Fuente: Banco de México. Indicadores económicos vanos números

Cuadro 6 E

Crédito Otorgado por la Banca de Desarrollo Según la Actividad													
Principal de los Prestatarios													
(millones de pesos corrientes)													
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
TOTAL*	855,586 5	730,676 4	617,862 9	538,915 9	595,314 0	684,753 6	1,103,299 6	1,093,851 5	829,699 0	698,859 8	712,765 4	620,800 7	550,137 5
1 - Empresas y Particulares	108,168 6	93,343 1	71,839 1	41,654 0	44,038 7	51,197 5	50,176 0	48,156 6	43,532 9	40,731 8	20,071 1	19,529 9	19,930 6
2 - Industrias	121,572 3	76,846 3	66,099 9	47,644 3	49,373 6	61,487 5	73,610 4	86,501 0	68,946 1	56,145 3	62,561 8	62,440 3	65,616 8
3 - Vivienda	1,205 7	431 8	482 3	837 3	2,101 0	2,579 7	4,830 6	1,086 4	4,579 8	7,552 7	8,284 9	4,575 7	2,948 6
4 - Servicios y otras Actividades	93,201 5	87,305 2	117,546 2	128,841 0	186,612 7	266,533 8	65,949 0	47,384 2	34,438 2	25,334 7	14,334 5	11,022 1	12,628 6
5 - Comercio	6,489 6	7,883 5	5,350 3	11,443 6	15,041 5	17,815 3	1,666 5	4,942 2	1,889 2	6,179 7	5,540 3	5,353 2	6,537 1
6 - Gobierno	524,948 9	464,866 6	356,545 1	308,495 8	298,146 5	285,14 7	499,166 8	596,828 1	463,455 6	429,060 5	471,643 1	439,050 0	372,293 2
7 - Servicios Financieros	56,812 0	23,745 4	9,176 6	7,949 9	10,041 0	13,288 7	382,336 3	289,985 0	193,964 9	124,135 7	118,366 6	66,207 8	55,010 8

\*De 1988 a 1993 el total sólo corresponde del punto 1 al 6 y después de esta fecha ya se contabilizan los siete puntos. Además, desde 1994 al 2000 el BM incorpora al total el crédito interbancario, el crédito exterior y un renglón de ajuste, los cuales no se incorporan en esta tabla.

Fuente: Banco de México. Indicadores económicos vanos números

115

Cuadro 7. A

Cartera Vencida de la Banca Comercial Consolidada Según la Actividad*											
Principal ce los Prestatarios (miles de pesos corrientes)											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TOTAL*	6,746,467	13,398,519	25,941,982	45,769,501	51,805,000	96,237,000	100,959,000	142,424,000	141,355,000	145,048,000	233,790,000
1.- Empresas y Particulares	6,729,666	13,343,312	25,911,431	45,462,724	5,037,000	9,081,000	9,513,000	14,579,000	14,485,000	11,639,000	30,189,000
2.- Industrias	1,854,653	3,469,852	6,535,100	11,252,591	10,811,000	26,483,000	25,683,000	32,178,000	35,581,000	37,272,000	64,076,000
3.- Vivienda	52,898	236,769	732,937	1,476,647	5,646,000	9,142,000	8,625,000	27,686,000	28,274,000	28,466,000	43,829,000
4.- Servicios y otras Actividades	1,671,831	2,932,028	7,671,060	14,094,004	20,665,000	38,692,000	35,754,000	50,814,000	40,211,000	40,333,000	84,405,000
5.- Comercio	2,194,065	4,698,882	7,263,718	12,029,830	9,646,000	12,839,000	21,384,000	17,167,000	22,805,000	27,343,000	11,291,000

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos vanos números*

\* Por razones desconocidas la suma de las 5 partes no da el total, sólo de 1990 a 1993, de 1994 a 1999 si da el total.

Los datos de 1990 a 1993 corresponden a los Indicadores Económicos del Banco de México de Marzo de 1994, pág. 1-27

Cuadro 7. B

Cartera Vencida de la Banca de Desarrollo Según la Actividad											
Principal ce los Prestatarios (miles de pesos corrientes)											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TOTAL*	10,441,858	7,372,628	4,897,916	8,052,140	7,695,000	17,875,000	12,964,000	19,681,000	8,806,000	11,829,000	25,777,000
1.- Empresas y Particulares	10,433,620	7,356,226	4,879,720	8,012,764	3,065,000	4,327,000	5,234,000	8,697,000	2,029,000	3,609,000	3,995,000
2.- Industrias	2,751,156	1,987,537	1,266,723	1,878,040	1,500,000	1,933,000	2,494,000	2,984,000	3,124,000	5,364,000	18,708,000
3.- Vivienda	-	-	1,338	24,435	45,300	64,000	41,000	116,000	154,000	147,000	215,000
4.- Servicios y otras Actividades	406,842	473,862	334,277	1,058,133	1,215,000	4,134,000	3,805,000	5,274,000	1,700,000	1,809,000	1,589,000
5.- Comercio	126,484	231,059	335,295	697,905	1,870,000	7,417,000	1,390,000	2,611,000	1,800,000	1,008,000	1,171,000

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos vanos números*

\* Por razones desconocidas la suma de las 5 partes no da el total, sólo de 1990 a 1993, de 1994 a 1999 si da el total.

Los datos de 1990 a 1993 corresponden a los Indicadores Económicos del Banco de México de Marzo de 1994, pág. 1-27

116

Cuadro 8. A

Cartera Vencida de la Banca Comercial Consolidada Según la Actividad*											
Principal de los Prestatarios (miles de pesos constantes)**											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TOTAL*	48,817 0	78,661 7	133,119 1	214,500 6	224,279 9	302,174 1	242,457 9	290,568 1	249,969 5	223,317 1	324,551 0
1 - Empresas y Particulares	48,695 5	78,337 5	132,962 3	213,062 9	218,026 6	28,513 4	22,845 9	29,743 5	25,615 0	17,919 5	41,908 9
2 - Industrias	13,420 2	20,371 2	33,534 3	52,735 7	46,755 4	83,153 8	61,679 0	65,648 4	62,920 8	57,384 3	88,951 3
3 - Vivienda	382 8	1,390 1	3,761 0	6,920 4	24,437 7	28,704 9	20,713 4	56,483 9	49,999 2	43,826 5	60,844 1
4 - Servicios y otras Actividades	12,097 3	17,213 7	39,363 4	66,052 1	89,434 4	121,488 8	85,865 0	103,668 8	71,108 4	62,097 0	117,172 4
5 - Comercio	15,876 1	27,586 8	37,273 2	56,378 3	41,714 4	40,313 1	51,354 7	35,023 5	40,327 9	42,097 5	15,674 3

Fuente: Elaborado en base a datos de Banco de México, *Indicadores Económicos varios números* y el cuadro 1

\* Por razones desconocidas la suma de las 5 partes no da el total, sólo de 1990 a 1993, de 1994 a 1999 sí da el total

Los datos de 1990 a 1993 corresponden a los Indicadores Económicos del Banco de México de Marzo de 1994, pág. 1-27

\*\* Se utilizó el de 1970

Cuadro 8. B

Cartera Vencida de la Banca de Desarrollo Según la Actividad*											
Principal de los Prestatarios (miles de pesos constantes)**											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TOTAL*	75,556 7	43,284 1	25,133 2	37,736 7	33,312 1	56,125 6	31,133 7	40,152 4	15,572 4	18,212 0	35,784 0
1.- Empresas y Particulares	75,497 1	43,187 8	25,039 9	37,552 1	13,265 8	13,586 3	12,569 7	17,743 3	3,588 0	5,556 4	5,545 9
2.- Industrias	19,907 2	11,688 7	6,500 1	8,801 5	6,492 7	6,069 4	5,989 5	6,087 8	5,524 4	8,258 5	25,970 7
3.- Vivienda	-	-	6 9	114 5	194 8	201 0	98 5	236 7	272 3	226 3	298 5
4.- Servicios y otras Actividades	2,943 9	2,782 0	1,715 3	4,959 0	5,259 1	12,980 3	9,137 9	10,759 8	3,006 2	2,785 2	2,205 9
5.- Comercio	915 2	1,356 5	1,720 5	3,270 8	8,094 3	23,288 6	3,338 2	5,326 9	3,183 1	1,551 9	1,625 6

Fuente: Elaborado en base a datos de Banco de México, *Indicadores Económicos varios números* y el cuadro 1.

\* Por razones desconocidas la suma de las 5 partes no da el total, sólo de 1990 a 1993, de 1994 a 1999 sí da el total

Los datos de 1990 a 1993 corresponden a los Indicadores Económicos del Banco de México de Marzo de 1994, pág. 1-27

\*\* Se utilizó el de 1970

211

Cuadro 9

Bolsa de Valores		
Años	Indice General	Indice Manufacturero
1983	2	n. d.
1984	4	n. d.
1985	11	n. d.
1986	47	n. d.
1987	106	72
1988	212	138
1989	419	377
1990	629	528
1991	1,432	771
1992	1,759	813
1993	2,603	1,400
1994	2,376	1,336
1995	2,779	1,722
1996	3,361	2,330
1997	5,229	3,492
1998	3,960	2,874
1999	7,130	3,281
2000	5,652	2,549
2001	6,372	2,303

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.,  
Indicadores Bursátiles.

Cuadro 10

Agregados Monetarios*				
(millones de nuevos pesos)				
	M1	M2	M3	M4
1988	22312	87454	122247	134317
1989	31392	125030	182721	202539
1990	50334	182779	258030	296419
1991	109895	269120	318223	387982
1992	126471	324099	375603	465024
1993	148911	366759	459779	587735
1994	154519	444704	580520	729091
1995	165367	616898	692737	880053
1996	232678	802284	920723	1166200
1997	299823	955259	1173680	1492630
1998	354863	1161468	1406947	1825484
1999	452929	1356399	1751496	2238603
2000	513156	1323479	1831284	2504356
2001	nd	nd	nd	nd

Fuente Banco de México. *Indicadores Económicos*.

\*Basado en la vieja metodología del banco de México, la cual se publica sólo hasta el año 2000.

M1

Billetes y monedas

Cuenta de Cheques M. N.

Cuenta de Cheques M. E.

M2=M1+instrumentos bancarios a corto plazo

instrumentos bancarios a corto plazo

con vencimiento hasta un año de plazo

M3=M2+instrumentos no bancarios a corto plazo

instrumentos no bancarios a corto plazo

CETES

TESOBONOS

Pagafes M. E.

Bondev

M4=M3+instrumentos a largo plazo+Ficorca

Instrumentos a largo plazo+Ficorca

Instrumentos bancarios a largo plazo

Instrumentos no bancarios a largo plazo

Petrobonos

CUADRO 11. A

Estructura del Comercio Exterior de México  
(Millones de Dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Balanza Comercial Total	7,044.6	14,104.8	13,184.2	8,398.2	5,019.7	8,787.1	2,609.5	405.0	-882.4	-7,279.1
De Maquiladoras	851.2	818.4	1,155.3	1,267.5	1,294.6	1,598.0	2,337.4	3,000.8	3,551.1	4,050.7
No Maquiladoras	6,193.4	13,286.4	12,028.9	7,130.7	3,725.1	7,189.1	272.1	-2,595.8	-4,433.5	-11,329.8
Exportaciones Totales	24,055.2	25,953.1	29,100.4	26,757.3	21,803.6	27,599.5	30,691.5	35,171.0	40,710.9	42,687.5
Petroleras	16,477.2	16,017.2	16,601.3	14,766.7	6,307.2	8,629.8	6,711.2	7,876.0	10,103.7	8,166.4
No Petroleras	7,578.0	9,936.0	12,499.0	11,990.6	15,496.4	18,969.7	23,980.3	27,295.1	30,607.3	34,521.1
Agropecuarias	1,233.3	1,188.5	1,460.8	1,408.9	2,098.4	1,543.0	1,670.3	1,753.9	2,162.4	2,372.5
Extractivas	501.6	523.7	539.1	510.3	509.7	576.0	660.3	604.8	616.9	546.8
Manufactureras	5,843.1	8,223.8	10,499.1	10,071.5	12,888.3	16,850.7	21,649.7	24,936.4	27,827.9	31,601.8
De Maquila	2,825.5	3,641.1	4,904.3	5,093.5	5,645.9	7,105.0	10,145.7	12,328.9	13,872.5	15,833.1
No Maquila	3,017.6	4,582.7	5,594.8	4,978.0	7,242.4	9,745.7	11,504.0	12,607.5	13,955.4	15,768.8
Importaciones Totales	17,010.6	11,848.3	15,916.2	18,359.1	16,783.9	18,812.4	28,082.0	34,766.0	41,593.3	49,966.6
De maquila	1,974.3	2,822.7	3,749.0	3,826.0	4,351.3	5,507.0	7,808.3	9,328.1	10,321.4	11,782.4
No maquila	15,036.4	9,025.6	12,167.2	14,533.1	12,432.5	13,305.5	20,273.7	25,437.9	31,271.9	38,184.1
Bienes de consumo	1,516.8	613.8	848.1	1,081.7	846.4	767.6	1,921.6	3,498.6	5,098.6	5,834.3
Bienes Intermedios	10,991.4	9,037.8	12,495.3	14,112.6	12,983.4	15,414.1	22,133.6	26,498.8	29,705.1	35,544.7
De Maquiladoras	1,974.3	2,822.7	3,749.0	3,826.0	4,351.3	5,507.0	7,808.3	9,328.1	10,321.4	11,782.4
No Maquiladoras	9,017.1	6,215.1	8,746.3	10,286.6	8,632.0	9,907.2	14,325.3	17,170.7	19,383.8	23,762.3
Bienes de Capital	4,502.5	2,196.7	2,572.8	3,164.8	2,954.1	2,630.6	4,026.8	4,768.7	6,789.6	8,587.5

Fuente: Elaborado en base a datos de [www.bancomext.gob.mx](http://www.bancomext.gob.mx) e INEGI.

10

CUADRO 11. B

Estructura del Comercio Exterior de México (Millones de Dólares)										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Balanza Comercial Total	-15,933.8	-13,480.5	-18,463.7	7,088.5	6,531.0	623.6	-7,913.5	-5,583.7	-8,048.9	-9,953.6
De Maquiladoras	4,743.4	5,410.0	5,803.0	4,924.5	6,415.6	8,833.5	10,526.4	13,444.3	17,678.0	19,282.4
No Maquiladoras	-20,677.2	-18,890.5	-24,266.7	2,164.0	115.4	-8,209.9	-18,439.9	-19,027.9	-25,726.9	-22,752.3
Exportaciones Totales	46,195.6	51,886.0	60,882.2	79,541.6	95,999.7	110,431.4	117,459.6	136,391.1	166,424.0	158,442.9
Petroleras	8,306.6	7,418.4	7,445.0	8,422.6	11,653.7	11,323.2	7,134.3	9,928.2	16,379.9	12,798.7
No Petroleras	37,889.0	44,467.6	53,437.2	71,119.0	84,346.0	99,108.2	110,325.2	126,462.9	150,044.1	145,644.1
Agropecuarias	2,112.4	2,504.2	2,678.4	4,016.2	3,592.3	3,828.1	3,796.7	3,925.9	4,262.7	3,901.8
Extractivas	356.2	278.2	356.7	545.0	449.2	477.9	466.2	452.5	520.7	388.5
Manufactureras	35,420.5	41,685.1	50,402.1	66,557.9	80,304.6	94,802.2	106,062.3	122,084.5	145,260.7	141,352.9
De Maquila	18,680.1	21,853.0	26,269.2	31,103.3	36,920.3	45,165.6	53,083.1	63,853.6	79,386.8	76,880.9
No Maquila	16,740.4	19,832.1	24,132.8	35,454.6	43,384.3	49,636.6	52,979.2	58,231.0	65,873.9	64,472.0
Importaciones Totales	62,129.4	65,366.5	79,345.9	72,453.1	89,468.8	109,807.8	125,373.1	141,974.8	174,472.9	168,396.5
De maquila	13,936.7	16,443.0	20,466.2	26,178.8	30,504.7	36,332.1	42,556.7	50,409.3	61,708.8	57,598.5
No maquila	48,192.6	48,923.6	58,879.7	46,274.3	58,964.1	73,475.7	82,816.3	91,565.5	112,764.1	110,797.9
Bienes de consumo	7,744.1	7,842.4	9,510.4	5,334.7	6,656.8	9,326.0	11,108.5	12,175.0	16,690.6	19,752.0
Bienes Intermedios	42,829.6	46,468.3	56,513.7	58,421.1	71,889.6	85,365.7	96,935.2	109,269.6	133,542.1	126,148.7
De Maquiladoras	13,936.7	16,443.0	20,466.2	26,178.8	30,504.7	36,332.1	42,556.7	50,409.3	61,708.8	57,598.5
No Maquiladoras	28,892.8	30,025.3	36,047.6	32,242.3	41,384.9	49,033.6	54,378.5	58,860.3	71,833.2	68,550.2
Bienes de Capital	11,555.7	11,055.9	13,321.7	8,697.3	10,922.4	15,116.1	17,329.4	20,530.1	24,240.3	22,495.7

Fuente: Elaborado en base a datos de [www.bancomext.gob.mx](http://www.bancomext.gob.mx) e INEGI.

Cuadro 12. A

Variables que Financian el Déficit de la Balanza de Pagos (millones de dólares)										
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Saldo de la Cuenta Corriente	-5,890	5,880	4,185	802	-1,374	4,239	-2,376	-5,821	-7,451	-14,646
Saldo de la Cuenta de Capitales	9,996	339	1,306	-316	2,716	-1,189	-1,163	3,176	8,297	24,508
Financiamiento del déficit de cuenta corriente	5,890	-5,880	-4,185	-803	1,374	-4,239	2,376	5,821	7,451	14,647
<b>I. Pasivos con el exterior</b>	<b>7,483</b>	<b>1,992</b>	<b>437</b>	<b>-1,216</b>	<b>-566</b>	<b>547</b>	<b>-2,195</b>	<b>-999</b>	<b>12734</b>	<b>14634</b>
1) Pasivos del sector público	7,530	2,886	2,613	955	1,646	3,101	-258	-829	6,854	5,161
No bancario	5,889	2,650	1,636	-8	333	2,781	-21	-432	1,859	2,820
Banca de Desarrollo	1,641	236	977	963	1,313	320	-237	-397	4,995	2,341
2) Pasivos del sector privado	-47	-894	-2,176	-2,171	-2,212	-2,556	-1,937	-170	5,880	9,473
No bancario	2,223	-2,309	-1,760	-1,231	-1,480	-2,601	-3,317	-1,150	1,496	3,864
Banca Comercial	-2,269	1,415	-416	-939	-732	47	1,380	980	4,384	5,609
<b>II. Inversión Extranjera</b>	<b>1,900</b>	<b>2,192</b>	<b>1,541</b>	<b>1,984</b>	<b>2,401</b>	<b>2,635</b>	<b>2,880</b>	<b>3,669</b>	<b>4,628</b>	<b>11,094</b>
1) Directa	1,900	2,192	1,541	1,984	2,401	2,635	2,880	3,176	2,633	4,762
2) Mercado Accionario	0	0	0	0	0	0	0	493	1,995	6,332
<b>III. Activos en el exterior</b>	<b>-8,232</b>	<b>-6,788</b>	<b>-4,039</b>	<b>-4,287</b>	<b>-572</b>	<b>-1,749</b>	<b>-4,949</b>	<b>1,870</b>	<b>-5,179</b>	<b>-3,167</b>
1) Depósitos, créditos y garantías	-824	-3,687	-1,902	-1,376	167	-4,795	-1,755	-1,170	-8,700	-1,000
2) Errores y omisiones	-7,408	-3,082	-2,137	-2,910	-739	3,050	-3,195	3,041	2,521	-2,167
<b>IV. Banco de México</b>	<b>4,739</b>	<b>-3,276</b>	<b>-2,124</b>	<b>2,716</b>	<b>111</b>	<b>-5,672</b>	<b>6,640</b>	<b>1,281</b>	<b>-3,732</b>	<b>-7,914</b>
1) Variación de reservas (divisas)	3,301	-3,118	-3,353	2,423	-603	-6,100	6,734	-396	-3,367	-7,694
2) Menos: variación de pasivos	1,438	-158	1,229	293	714	428	-94	1,677	-365	-220

Fuente: Banco de México. - Informe Anual 1999, Indicadores Económicos varios números e INEGI <<http://www.inegi.gob.mx>>.

El signo negativo expresa un incremento en los activos en el exterior, es decir, una salida de capitales.

Los incrementos en las reservas internacionales se expresan con signo negativo.

1  
28

Cuadro 12. B

Variables que financian el Déficit de la Balanza de Pagos (millones de dólares)										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 p/
Saldo de la Cuenta Corriente	-24,439	-23,399	-29,662	-1,576	-2,330	-7,448	-16,090	-14,025	-18,158	-18,002
Saldo de la Cuenta de Capitales	26,419	32,482	14,584	15,406	4,069	15,763	18,060	17,341	10,031	27,961
Financiamiento del déficit de cuenta corriente	24,438	23,398	29,661	1,577	2,330	9,271	16,090	14,025	18,158	-18,002
<b>I. Pasivos con el exterior</b>	<b>12,151</b>	<b>22,154</b>	<b>6,401</b>	<b>-615</b>	<b>1,948</b>	<b>-3,511</b>	<b>7,459</b>	<b>5,129</b>	<b>1,054</b>	<b>n. d.</b>
1) Pasivos del sector público	6,169	9,676	1,677	655	940	-7,225	1,998	39	-5,579	-
No bancario	4,438	5,842	-2,705	600	3,089	-5,034	2,723	1,814	-6,499	-
Banca de Desarrollo	1,730	3,834	4,382	55	-2,149	-2,192	-725	-1,775	920	-
2) Pasivos del sector privado	5,982	12,478	4,725	-1,270	1,008	3,714	5,461	5,090	6,633	-
No bancario	5,067	7,805	3,154	28,38	2,663	5,584	6,389	6,810	6,720	-
Banca Comercial	916	4,673	1,571	-4,108	-1,655	-1,869	-928	-1,721	-2,087	-
<b>II. Inversión Extranjera</b>	<b>9,176</b>	<b>15,105</b>	<b>15,056</b>	<b>10,046</b>	<b>11,986</b>	<b>17,867</b>	<b>12,962</b>	<b>24,539</b>	<b>14,119</b>	<b>29,103</b>
1) Directa	4,393	4,389	10,973	9,526	9,186	12,830	11,935	12,534	15,253	25,221
2) Mercado Accionario	4,783	10,717	4,084	519	2,801	3,215	-666	3,769	447	151
<b>III. Activos en el exterior</b>	<b>4,591</b>	<b>-6,745</b>	<b>-8,984</b>	<b>-11,596</b>	<b>-6,307</b>	<b>8,913</b>	<b>832</b>	<b>-2,176</b>	<b>10,044</b>	<b>n. d.</b>
1) Depósitos, créditos y garantías	5,552	-3,603	-5,670	-7,358	-6,341	6,716	432	-2,640	7,543	-
2) Errores y omisiones	-961	-3,142	-3,314	-4,238	35	2,197	400	463	2,501	-
<b>IV. Banco de México</b>	<b>-1,480</b>	<b>-7,116</b>	<b>17,188</b>	<b>3,742</b>	<b>-5,297</b>	<b>-13,998</b>	<b>-3,210</b>	<b>-4,277</b>	<b>-7,016</b>	<b>-7,325</b>
1) Variación de reservas (divisas)	-1,020	-5,941	18,391	-9,591	-1,774	-10,512	-2,138	-592	-2,731	-7,325
2) Menos: variación de pasivos	-460	-1,175	-1,203	13,333	-3,524	-3,487	-1,072	-3,685	-4,286	0

p/ cifras preliminares.

Fuente: Banco de México.- Informe Anual 1999, Indicadores Económicos varios números e INEGI <<http://www.inegi.gob.mx>>.

El signo negativo expresa un incremento en los activos en el exterior, es decir, una salida de capitales.

Los incrementos en las reservas internacionales se expresan con signo negativo.

123

Cuadro 13

Fuentes del Desequilibrio de la Balanza en Cuenta Corriente (Millones de dólares)			
	Déficit Total	Pago de Intereses	Industrias Manufactureras
1982	5,890	12,203	10,185
1983	-5,880	10,103	1,671
1984	-4,186	11,715	3,049
1985	-802	10,156	6,154
1986	1,374	8,342	3,293
1987	-4,239	8,097	1,427
1988	2,376	8,639	5,852
1989	5,821	9,278	9,740
1990	7,451	9,222	13,662
1991	14,646	9,215	14,660
1992	24,439	9,611	22,066
1993	23,399	10,934	19,067
1994	29,662	11,807	23,350
1995	1,577	13,575	117
1996	2,330	13,361	124
1997	7,448	12,436	6,023
1998	15,726	12,482	9,881
1999	14,013	12,946	10,363
2000	17,690	13,721	18,782
2001	17,681	12,744	17,293

Fuente: Elaborado en base a datos de INEGI.

Cuadro 14

Industria Manufacturera			
Años	Productividad (Índice 1993=100)	Costo Unitario de la mano de obra (Índice 1993=100)	Salarios (Dólares por Hombre)
1993/03	100.7	92.4	1.9
1993/06	99.7	95.2	2
1993/09	101.2	96.7	2
1993/12	107.2	135.9	3.3
1994/03	109.9	93.9	2.2
1994/06	109.8	90.3	2
1994/09	110.8	90.6	2.1
1994/12	116.1	133.1	2.9
1995/03	115.5	80.7	1.1
1995/06	111.5	77.9	1.3
1995/09	115.1	75.1	1.3
1995/12	126.3	94.8	1.7
1996/03	128.1	64.7	1.3
1996/06	125.4	63.8	1.3
1996/09	123.2	64	1.3
1996/12	134.7	85.3	2.1
1997/03	132.3	64.2	1.6
1997/06	134.4	58.5	1.5
1997/09	131.2	58.6	1.5
1997/12	138.1	82	2.4
1998/03	140.1	57.8	1.6
1998/06	136.6	58.1	1.6
1998/09	137	58.7	1.4
1998/12	141.9	81	2.3
1999/03	139.7	57.9	1.7
1999/06	142.9	56.3	1.7
1999/09	138.8	58.9	1.9
1999/12	143.3	82.3	2.9
2000/03	146.7	57.3	2.1
2000/06	147.4	57.6	2
2000/09	147.8	57.7	2.2
2000/12	147.2	88.8	3.5
2001/03	149.7	59.7	2.3
2001/06	150.2	61	2.5
2001/09	147.3	62.2	2.4
2001/12	150.8	96.2	2.8

Fuente: BIE. Indicadores de Productividad.

Cuadro 15  
Excedente Bruto en Relación al PIB Manufacturero

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Excedente bruto de operación de la industria manufacturera	16.6	14.6	13.6	13.6	13.1	13.4	12.3

Fuente: Elaborado con base en datos del Sistema de Cuentas Nacionales, INEGI.

126

Cuadro 16

Indicadores de Finanzas Públicas % del PIB				
Años	Ingresos Públicos	Gastos Público	Deuda Bruta Interna	Deuda Neta Interna
1982	14.7	25.5	21.5	21.5
1983	17	24.7	16.6	16.6
1984	16.1	23.2	15	15
1985	15.9	23.2	16	16
1986	15.4	27.8	23	23
1987	16.2	29.7	21.9	21.9
1988	16.5	26.4	24.1	24.1
1989	16.6	21.5	23.3	23.3
1990	16	18.6	19.8	19.5
1991	18.8	15.4	15.4	14.5
1992	18.7	14.6	11.1	10.2
1993	15.5	14.7	10.1	9.2
1994	15.5	15.5	11.7	10.8
1995	15.2	15.9	7.3	6.1
1996	15.5	15.9	6.6	6.2
1997	15.8	17.1	7.7	7.3
1998	14.2	15.9	9	8.2
1999	14.7	16.6	10.1	9.1
2000	15.9	17.4	11.8	10.6
2001	4.4*	4.2*	12.4**	10.5**

\* Acumulado a marzo.

\*\* Acumulado a junio.

Fuente: Elaborado en base a datos de SHCP, indicadores de finanzas públicas.

Cuadro 17

Indicadores de Finanzas Públicas			
Millones de Pesos			
Años	Ingresos Públicos	Gastos Públicos	Deuda Neta Interna
1982	1,532	2,657	2,768
1983	3,181	4,637	3,718
1984	4,975	7,172	5,335
1985	7,991	11,632	9,773
1986	12,670	22,890	23,756
1987	32,974	60,377	61,556
1988	68,015	108,818	108,947
1989	90,204	117,400	137,308
1990	117,710	136,933	163,188
1991	177,372	145,602	149,600
1992	210,446	163,920	123,099
1993	194,813	185,189	122,455
1994	220,382	221,202	164,653
1995	280,144	293,037	130,407
1996	392,566	403,083	179,040
1997	503,554	523,759	259,232
1998	545,176	610,332	343,017
1999	674,348	761,234	454,287
2000	866,231	945,871	606,182
2001	249725,8*	239,857*	606,883*

\*junio

Fuente: SHCP, indicadores de finanzas públicas.

Cuadro 18 A

Finanzas Públicas													
% del PIB													
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
BALANCE TOTAL	-3.3	-2.9	-3.3	-2.0	-6.2	-11.2	-7.8	-6.9	-7.1	-12.6	-13.5	-9.2	-4.7
BALANCE PRIMARIO	-1.5	-1.0	-1.4	-0.6	-3.5	-2.7	0.9	1.4	1.3	1.0	3.4	5.6	6.3
INGRESOS	12.5	13.0	13.5	12.7	14.5	14.7	17.0	16.1	15.9	15.4	16.2	16.5	16.6
INGRESOS TRIBUTARIOS	10.7	11.1	11.3	9.0	10.0	9.3	9.8	9.9	9.7	10.9	10.2	11.5	11.2
SOBRE LA RENTA	5.1	5.7	5.6	4.4	5.2	4.5	3.9	3.9	3.8	4.1	3.8	4.7	4.8
VALOR AGREGADO	2.1	2.1	2.4	2.3	2.5	2.1	2.9	3.0	2.9	3.0	3.1	3.4	3.1
PRODUCCION Y SERVICIOS	1.7	1.6	1.5	0.9	1.0	1.7	2.3	2.1	2.0	2.7	2.4	2.6	2.3
IMPORTACIONES	0.6	0.7	0.9	0.8	1.0	0.8	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8	0.4	0.7
OTROS	1.2	1.0	0.9	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	1.8	1.9	2.1	3.7	4.5	5.4	7.2	6.2	6.2	4.5	6.0	5.0	5.3
GASTO	16.3	16.3	16.9	14.8	20.4	25.5	24.7	23.2	23.2	27.8	29.7	26.4	21.5
PROGRAMABLE	11.8	11.4	11.9	9.9	13.4	12.8	11.8	10.6	10.9	10.6	9.6	7.7	7.5
NO PROGRAMABLE	4.5	5.0	5.0	4.9	7.0	12.7	12.9	12.6	12.3	17.2	20.1	18.7	14.0
PAGO DE INTERESES	1.9	1.9	1.9	1.4	2.7	8.6	8.7	8.3	8.4	13.6	16.9	14.8	11.0
OTROS	2.6	3.1	3.1	3.5	4.3	4.2	4.2	4.3	3.9	3.6	3.1	3.9	3.1
OTROS GASTOS	-0.5	-0.5	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.7	-0.3

Fuente: Elaborado en base a datos de Banco de México, Indicadores de Finanzas Públicas.

Cuadro 18. B

Finanzas Públicas												
% del PIB												
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
BALANCE TOTAL	-2.6	3.0	4.1	0.3	-0.3	-0.8	-0.5	-1.4	-1.7	-1.7	-1.5	0.2
BALANCE PRIMARIO	5.5	7.5	7.3	2.6	1.6	3.0	3.3	2.2	0.7	1.4	1.7	1.0
INGRESOS	16.0	18.8	18.7	15.5	15.5	15.2	15.5	15.8	14.2	14.7	15.9	4.4
INGRESOS TRIBUTARIOS	10.8	10.8	11.3	11.4	11.3	9.3	8.9	9.8	10.5	11.4	10.7	2.9
SOBRE LA RENTA	4.5	4.5	5.2	5.5	5.1	4.0	3.8	4.2	4.4	4.7	4.7	1.3
VALOR AGREGADO	3.6	3.4	2.7	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1	3.1	3.3	3.5	0.9
PRODUCCION Y SERVICIOS	1.5	1.3	1.6	1.5	2.0	1.3	1.2	1.4	2.0	2.3	1.5	0.4
IMPORTACIONES	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.1
OTROS	0.3	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.1
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5.2	8.0	7.4	4.1	4.2	6.0	6.6	6.0	3.7	3.3	5.3	1.5
GASTO	18.6	15.4	14.6	14.7	15.5	15.9	15.9	17.1	15.9	16.6	17.4	4.2
PROGRAMABLE	7.3	7.6	8.1	9.1	10.4	9.2	9.2	10.3	10.2	10.2	10.7	2.3
NO PROGRAMABLE	11.3	7.8	6.5	5.6	5.2	6.7	6.7	6.8	5.7	6.4	6.7	1.9
PAGO DE INTERESES	8.2	4.6	3.2	2.3	1.9	3.8	3.7	3.6	2.5	3.2	3.3	0.8
OTROS	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	2.9	3.0	3.2	3.2	3.2	3.5	1.0
OTROS GASTOS	0.0	0.4	0.0	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.0

Fuente: Elaborado en base a datos de Banco de México, Indicadores de Finanzas Públicas.

\* junio de 2001

129

Cuadro 19

Ahorro e Inversión con Respecto al PIB							
	Ahorro Total	A. Público	A. Privado	A. Externo	Inversión Total	I. Pública	I. Privada
1982	21.5	3.7	15.1	2.7	23	10.2	12.3
1983	19.7	6.1	17.3	-3.7	17.5	6.6	11
1984	18.8	5.5	15.6	-2.2	17.9	6.6	11.3
1985	20.1	5.4	15.1	-0.4	19.1	6.6	12.5
1986	17.4	4.5	11.9	1	19.5	6.5	12.9
1987	18.5	6.5	14.8	-2.8	18.4	5.2	13.2
1988	22.6	0.6	20.7	1.3	19.3	5	14.2
1989	22.9	3.3	17	2.6	17.4	4.7	12.7
1990	23.1	6.8	13.5	2.8	18.7	5	13.7
1991	23.3	6.5	12.2	4.7	19.6	4.7	14.9
1992	23.3	6.6	10	6.7	21.1	4.3	16.7
1993	21	5.1	10	5.9	20.9	4.2	16.6
1994	21.7	4	11	6.7	21.6	4.2	17.3
1995	19.6	4.7	14.3	0.6	16.9	3.5	11.9
1996	20.9	4.4	16.1	0.5	15.7	3.6	11.4
1997	25.9	n. d.	n. d.	1.9	18.3	3	15.3
1998	24.3	n. d.	n. d.	3.8	19.2	2.5	16.7
1999	23.2	n. d.	n. d.	2.9	19.7	2	17.6
2000	25	n. d.	n. d.	3	20.5	2.8	17.8
2001	22.5	n. d.	n. d.	3.1	n. d.	n. d.	n. d.

Fuente: Elaborado en base a datos de INEGI y Pronafide 1997.

Cuadro 20

**Inversión Extranjera por Sectores**  
(Millones de Dólares)

Años	Agropecuario	Extractivo	Industrial	Comercio	Servicios
1980	0.9	87	1,286	118	131
1981	-5.4	-189	1,406	170	320
1982	1.8	7	381	1	236
1983	0.2	15	597	59	13
1984	0.8	6	1,270	32	122
1985	0.4	18	1,166	110	435
1986	0.2	31	1,919	151	323
1987	15	49	2,401	-21	1,434
1988	-12	25	1,020	247	1,877
1989	19	10	982	386	1,102
1990	61	94	1,193	171	2,203
1991	45	31	964	388	2,138
1992	39	9	1,101	751	1,700
1993	35	55	2,321	760	1,731
1994	11	98	6,184	1,251	2,100
1995	11	79	4,811	1,007	1,468
1996	32	84	4,703	726	1,699
1997	10	130	7,280	1,865	1,926
1998 p/	29	42	4,994	880	1,465
1999	80	127	8,707	1,126	2,141
2000	88	181	8,656	2,087	6,219
2001	5	33	4,718	1,411	15,638

p/ Cifras preliminares a partir de la fecha que se indica

Fuente: Secretaría de Economía. Dirección General de Inversión Extranjera.