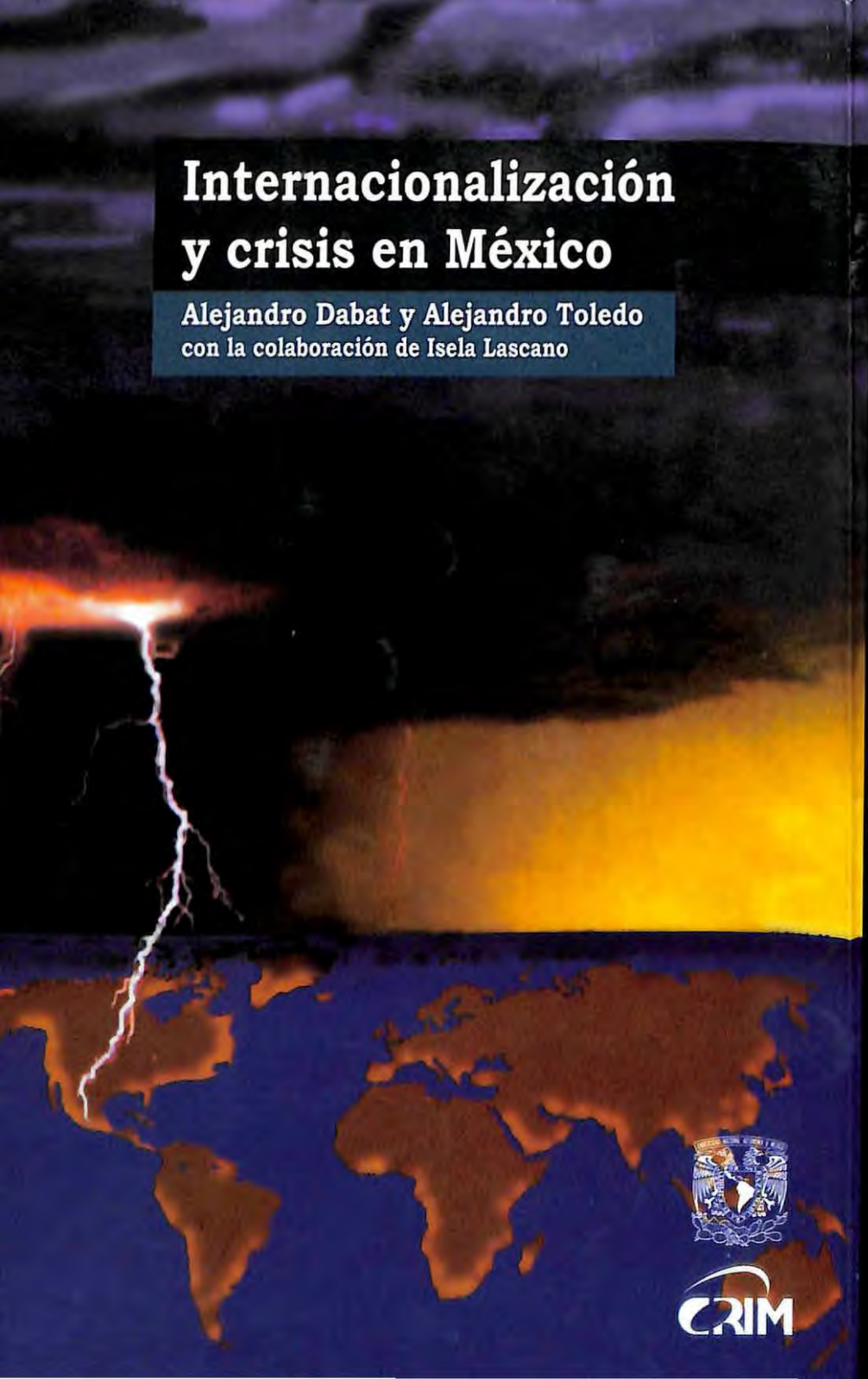
Internacionalización y crisis en México

Alejandro Dabat y Alejandro Toledo
con la colaboración de Isela Lascano



Alejandro Dabat
Doctor en economía, de nacionalidad argentina residente en México desde 1975. Académico de la UNAM desde 1996 (Facultad de Economía) e investigador del CRIM desde 1990 donde coordina actualmente el programa de investigación "Cambio Mundial e Internacionalización desde la Perspectiva Mexicana". Se especializa en cuestiones de economía, historia y política internacional, en las que ha publicado seis libros y cerca de un centenar de artículos y capítulos de libros en diversos países y dirigido numerosos seminarios de investigación y actualización. Actualmente está trabajando en el proyecto de investigación "Globalización, Nuevo Ciclo Industrial y División Internacional del Trabajo" en el marco de una investigación más amplia sobre capitalismo mundial y capitalismos nacionales. Es miembro del comité organizador del Seminario Internacional "Globalización y Alternativas Incluyentes".

Alejandro Toledo
Economista, graduado en la UNAM, con estudios de posgrado en Ciencias Políticas y Sociología del Trabajo. Profesor investigador de la UAM-Iztapalapa, donde ha sido responsable del Centro de Documentación Económica Financiera sobre Norteamérica (CEDEFNA) y es parte de la red interinstitucional vinculada al "Programa Cambio Mundial e Internacionalización" (que fue el marco de preparación de este libro) y del comité organizador del Seminario Internacional "Globalización y alternativas incluyentes". Ha sido miembro de dos comités editoriales de revistas sobre ciencias sociales, coautor o coordinador de dos libros, colaborador en otro y autor de cerca de cuarenta artículos, ensayos y capítulos sobre el sistema político mexicano y economía internacional.

CRIM

Internacionalización y Crisis en México

Alejandro Dabat Latrubesse
Alejandro Toledo Patiño

Internacionalización y Crisis en México

Universidad Nacional Autónoma de México
Centro Regional de Investigaciones Multidisciplinarias
Cuernavaca, Mor., 1999

HB3717
M4
D33

Dabat Latrubesse, Alejandro

Internacionalización y crisis en México. / Alejandro Dabat Latrubesse y Alejandro Toledo Patiño. Cuernavaca: UNAM, Centro Regional de Investigaciones Multidisciplinarias, 1999.

164p.

ISBN 968-36-6999-9

1. Crisis finaciera-México- 1994. 2. Mĕxico- Condiciones económicas-1994- 3. Globalización mundial. I. Toledo Patiño, Alejandro, coaut.

Catalogación en publicación: Lic. Martha A. Frías-Biblioteca del CRIM.

Portada: Poluqui

1a. edición: 1999

Av. Universidad s/n, Circuito 2, Col. Chamilpa,
Cuernavaca, Morelos.

Correo electrónico:

crim@servidor.unam.mx
http://www.crim.unam.mx

ISBN: 968-36-6999-9

Impreso y hecho en México.

TABLA DE CONTENIDO

PRESENTACIÓN

En diciembre de 1994 la economía mexicana se precipitó en una crisis cambiaria seguida de un *shock* financiero y un impacto recesivo que se extendió por cinco trimestres (durante 1995 tuvo lugar la mayor caída del Producto Interno Bruto, 6.9% anual, desde la depresión de la primera mitad de los años treinta). En vista de su profundidad y de severas consecuencias sociales, muchos analistas llegaron a considerar que la crisis marcaba el fin del rumbo económico impulsado desde fines de 1982. No es de dudarse que, con el "error de diciembre", la reforma económica mexicana sufrió un severo revés. El derrumbe ocurrido en el invierno 1994-95 amenazó con provocar *cracks* bursátiles y pánicos financieros de dimensión mundial (el famoso "efecto tequila"), hasta su desactivación en febrero de 1995 por el paquete de rescate diseñado por el gobierno norteamericano.

Es cierto que el camino de la reforma económica ha proseguido. Transcurridos dos años y medio desde el "error de diciembre", la economía mexicana recorre un nuevo ciclo de crecimiento en el que precozmente comienzan a reaparecer desequilibrios y contradicciones estructurales, de modo visible en el sector externo, que frenan la recuperación misma y amenazan con llevar eventualmente, —ante una complicación del escenario financiero internacional, con la emergencia del llamado "efecto dragón"— a una nueva crisis cambiaria y financiera.

En este libro se abordan diversas facetas de la crisis, y la recuperación reciente de la economía mexicana, destacando sobre todo el desempeño del llamado "sector externo". Se consideró necesario partir de un análisis que la ubicara en el contexto internacional de la globalización y la nueva estructura y perfil del sistema financiero que emerge en los noventa. De ahí se prosigue con un estudio de la dinámica macroeconómica interna durante las distintas fases del ciclo de acumulación y estabilización, que arranca a fines de 1987 y termina en diciembre de 1994. A partir de estos temas, resultó indispensable recapitular sobre la naturaleza específica de la crisis de 1994-1995 considerando los principales factores coyunturales, es-

tructurales y políticos que confluyen en su desenlace. Finalmente, se estimó necesario llevar a cabo el análisis de un aspecto clave en el proceso de recuperación de la crisis financiera y productiva, el desempeño del sector externo y la reaparición, ya en el actual ciclo de crecimiento, de las recurrentes presiones y tensiones cambiarias y comerciales. Por consiguiente, la estructura del libro es:

El primer capítulo delimita el plano económico internacional, particularmente el referido al sistema financiero, a fin de exponer los fenómenos y tendencias que configuraron el surgimiento de los llamados "mercados emergentes" en la economía mundial durante la segunda mitad de los años ochenta, y se adelanta un examen de los factores que incidieron en el reflujo de la inversión volátil a lo largo de 1994.

El segundo capítulo hace un repaso del curso general de la economía mexicana durante el periodo 1987-1994, buscando identificar los principales determinantes estructurales, coyunturales, así como de política económica, presentes en la dinámica de la acumulación de capital durante esos años. Se consideran en tal sentido las tensiones acumuladas desde las fases tempranas de dicho ciclo, al tenor de los procesos de estabilización de precios, apreciación cambiaria, desregulación financiera, reprivatización de empresas, liberalización del crédito y financiamiento externo del desequilibrio comercial, que caracterizaron la evolución macroeconómica durante ese periodo.

El tercer capítulo analiza más de cerca la naturaleza novedosa de la crisis, considerando los elementos especulativos, cambiarios y financieros que operan en un plano inmediato, entrelazados a su vez con los aspectos políticos y el bloque de poder que determinó la dinámica del gobierno de Carlos Salinas, e insistiendo en los factores estructurales de competitividad y polarización de la planta productiva, que subyacen como determinantes de largo plazo en la evolución macroeconómica que conduce a la crisis.

En el cuarto capítulo se hace un análisis de la evolución del sector externo, tanto en sus aspectos comercial como financiero, du-

rante la fase propiamente recesiva de la crisis (1995/I-1996/I), como a lo largo de los primeros cinco trimestres de recuperación e inicio del nuevo ciclo de acumulación (1996/II-1997/II). Semanas de iniciado el "efecto dragón" al otro lado del Pacífico— se destaca la reaparición de los fenómenos de apreciación cambiaria y pérdida de dinamismo exportador, conforme se reanima la acumulación de capital y se reactiva el aparato productivo.

Un breve capítulo a modo de epílogo presenta una síntesis de lo abordado a lo largo del libro. En una primera parte se hace una breve comparación entre los rasgos distintivos de la crisis de 1994 y la que tuviera lugar en 1982. En la segunda, se subrayan los peligros que afectan al futuro de la recuperación en curso, por la reaparición de la mayor parte de los desequilibrios cambiarios, comerciales y financieros, así como por el efecto de la crisis de las economías del Este y Sur de Asia, en el escenario externo.

Ha quedado al margen del contenido de este libro el tratamiento de temas cruciales de la economía mexicana, como el fenómeno de la cartera bancaria vencida, la evolución de la estructura productiva luego de la sacudida recesiva del 1995, o las tendencias de la inversión, el ahorro y el consumo en el nuevo ciclo que está recorriendo la economía desde el primer semestre de 1996. Pasajes puntuales, notas de pie de página y referencias bibliográficas aluden a éstos y otros temas vinculados. Asimismo, cabe advertir al lector que si bien el propósito de este libro no es el estudio en sí de las condiciones políticas y sociales que enmarcan y condicionan la crisis de diciembre de 1994, se ha intentado resaltar que la complejidad de la evolución reciente de la economía mexicana obedece, en gran medida, al hecho de que ella es parte de una crisis terminal, tanto del sistema político como del aparato de gestión estatal característico del Estado Posrevolucionario Mexicano.

Este trabajo colectivo es resultado conjunto de los proyectos de investigación *Mundialización e internacionalización desde la perspectiva latinoamericana y mexicana* que se lleva a cabo en el Centro Regional de Investigaciones Multidisciplinarias (CRIM) de la Universidad Nacional Autónoma de México (Cuernavaca, More-

los), así como del proyecto *Indicadores de la economía mexicana : los años de la crisis y la transición* que se realiza en el Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana (Iztapalapa, D. F.). Los autores desean en particular agradecer a la Lic. Rosa Isela Lazcano Ostria (asistente del Área de Economía Política, UAMI) así como a los pasantes Teodoro Aguilar Ortega y Ulises Gaytán Casas, de la Facultad de Economía, UNAM, y al pasante José Antonio Cebada Castañeda de Ingeniería Agrícola de la UNAM; su apoyo fue decisivo en la integración de las bases de datos y diseño de gráficas y cuadros.

Alejandro Dabat Latrubesse
Alejandro Toledo Patiño

I. GLOBALIZACIÓN, SISTEMA FINANCIERO Y PAÍSES EMERGENTES

1. La orientación general de los cambios mundiales

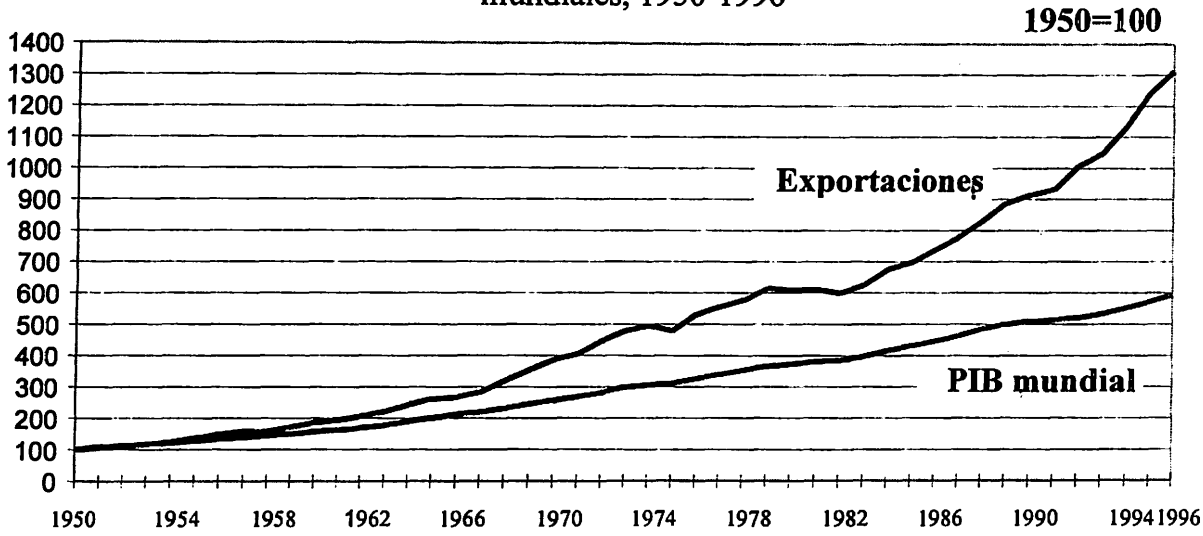
Durante los años noventa tuvo lugar el proceso de transformación de la economía mundial que conduce a la globalización (*Dabat, 1993, 1994; Dabat y Rivera, 1993*). Ésta es resultado de cuatro décadas de internacionalización, sucedidas a partir de la segunda posguerra, y caracterizadas por un crecimiento más rápido de las transacciones internacionales que de la producción total mundial. El aspecto básico de este proceso de internacionalización, es la relación entre el dinamismo de la exportaciones y el producto bruto mundial agregado (suma del PIB de todos los países, Gráfica I.1). Pero globalización es bastante más que internacionalización, ya que esta última es una tendencia mucho más general del capitalismo.

Lo que se conoce hoy día como globalización, es un nivel históricamente determinado de internacionalización del capital, que se traduce en una reconfiguración del espacio geoeconómico, que descansa en una nueva y todavía naciente estructura y dinámica del conjunto de las relaciones internacionales. Además de internacionalización, globalización significa combinación específica de revolución informática, capitalismo posfordista, unificación/regionalización del mercado mundial, producción internacional integrada, titularización del crédito, aceleración de las procesos migratorios e, incluso (en el sentido de concertación global) interdependencia ecológica mundial.

El principal sustento material del cambio ha sido la revolución informática, (*OECD, 1988; Coriat, 1986; Mertens, 1990*) a partir de la difusión internacional de nuevos patrones productivos y organizacionales, y el establecimiento de redes digitales de comunicación e información. Ello aceleró extraordinariamente el almacenamiento y procesamiento de la información y los contactos y transacciones, imponiendo una renovación radical del capital fijo existente y acelerando a un ritmo sin precedentes la circulación del capital.

Gráfica I.1

Evolución comparada del PIB y las exportaciones mundiales, 1950-1996



Fuente: A. Maddison. *La economía mundial 1820-1992*, y FMI *Perspectivas de la economía mundial*

La reestructuración del capitalismo substituyó los fundamentos keynesianos, fordistas y esencialmente nacionales de la organización anterior, por otros neoliberales (en el sentido de fuerza inductora del crecimiento económico), postfordistas y globales, dando lugar a nuevas relaciones entre mercado y estado, capital y trabajo, mercado mundial y naciones, y especialización de estas últimas en torno a la nueva división internacional del trabajo.

La interdependencia económica mundial se sustenta en los eslabonamientos productivos establecidos por el comercio, la aceleración de la inversión directa y los complejos productivos conformados en torno a las empresas multinacionales, y los consiguientes eslabonamientos productivos transnacionales (*UNCTAD-DTIC, 1994*).[1] El ámbito operativo de la empresa transnacional abarca a la casi totalidad del mundo, acelerando su penetración en los países semi-industriales, que se convierten a su vez en importantes generadores de empresas transnacionales muy dinámicas (*Ibid.*). El otro cambio en la estructura del capital mundial, que se expone en el apartado siguiente, es el nuevo sistema internacional de crédito, edificado a partir de la globalización de los mercados financieros y la nueva naturaleza de sus principales agentes y modalidades operativas.

Pero no menos importantes han sido las transformaciones del espacio geopolítico internacional. Como resultado del ascenso de nuevas potencias industriales, del desmoronamiento del bloque soviético y el desenlace de la guerra fría, desaparecen la hegemonía norteamericana sobre el capitalismo mundial, el bipolarismo, el sistema de los Tres Mundos, y la funcionalidad del sistema regulatorio impuesto por el orden mundial constituido en la segunda posguerra. Junto con la unificación del mercado mundial surge un nuevo regionalismo supranacional y como resultado de la descomposición de

1 Red conformada por las distintas empresas trasnacionales (ET), las alianzas estratégicas entre ET de diferente base nacional y los múltiples vínculos productivos entre ET y empresas privadas y públicas nacionales por medio de coinversiones, licencias o subcontrataciones.

los exsegundo y extercer mundo aparecen los capitalismos emergentes y el llamado "cuarto mundo".

El nuevo regionalismo supranacional conduce a la constitución de los vastos complejos nacional-territoriales que siguen a la creación de la Unión Europea, tanto en América del Norte como en Asia Oriental y Meridional, América del Sur y Central, el Medio Oriente o África del Sur. La vieja regionalización estructurada en torno a la bipolaridad Este-Oeste y el campo intermedio configurado por el llamado Tercer Mundo, ha sido sustituida por otra mucho más compleja y con diferentes planos y centros de gravedad (*Dabat, 1997*).

2. La naturaleza del nuevo sistema financiero

Como uno de los componentes fundamentales de la globalización, el sistema financiero característico de la mundialización está aún lejos de constituir un sistema terminad : se trata del componente más inestable de la economía global naciente y el que mayormente requeriría de instrumentos regulatorios todavía distantes de establecerse. Pero cuenta ya con los rasgos básicos que prefiguran los fundamentos del nuevo sistema global.

Éste comenzó a perfilarse en Estados Unidos en las condiciones particulares de *stagflation* y *shock* petrolero de los setenta (ruptura del régimen de Bretton Woods y libre flotación cambiaria, derrumbe de la retribución real de depósitos bancarios (*Casterns, 1992; Korth, 1983*)[2] y éxodo del capital dinerario hacia los mercados no regulados del eurodólar). Adquirió su forma actual a inicios de los ochenta, bajo el impacto de la internacionalización de la pro-

2 El origen del rápido crecimiento de los fondos norteamericanos de inversión en la primera mitad de los setenta, se encuentra en el descontento de los inversionistas y empresas con las tasas reales negativas de interés pagadas por los bancos. Una de las opciones fue la inversión en los nuevos fondos norteamericanos que operaban en el mercado de dinero, contando con un amplio acceso al mercado al mayoreo que les permitía obtener tasas más altas de interés sobre un portafolio de inversión mucho más diversificado que el que podían lograr los inversionistas individuales.

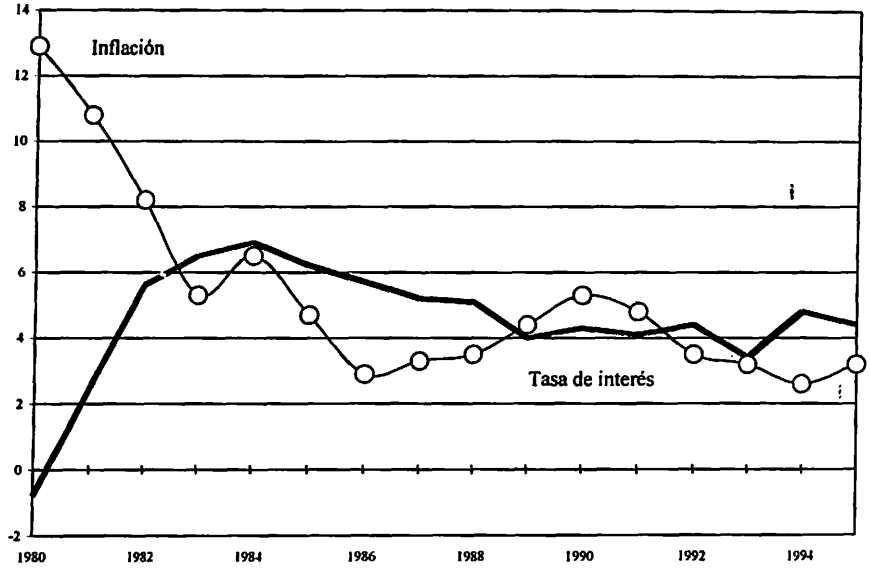
ducción, la acelerada difusión de la tecnología informática, la aparición de enormes desequilibrios cambiarios, las desregulaciones financieras de Reagan y Thatcher, el fin de la *stagflation* de los setenta y la conformación de un nuevo contexto monetario-financiero de control de la inflación y altas tasas de interés real (Gráfica I.2).

El resultado de estos cambios fue un sistema financiero muy distinto del que otrora había estado conformado en torno a la banca comercial, la supervisión estricta de los bancos centrales nacionales y el mantenimiento de un régimen de paridades monetarias fijas administrado por el Fondo Monetario Internacional. Por el contrario, se conformó en torno a cuatro líneas principales : a) La titularización y bursatilización de los niveles superiores del crédito y el consiguiente desplazamiento de la anterior intermediación bancaria por la figura dominante del fondo de inversión; b) El crecimiento explosivo de las operaciones de divisas vinculadas a la refuncionalización de la banca comercial como operador cambiario y administrador de riesgos financieros; c) La aparición de mecanismos de administración del nuevo tipo de riesgo generado por la internacionalización, la inestabilidad de las relaciones cambiaria y financiera y la volatilidad de las inversiones (los llamados instrumentos "derivados"); y d) la globalización de los mercados financieros en torno al libre flujo del capital-dinero, acompañada por la tendencia hacia el establecimiento de una tasa internacional de interés.

La primera línea de cambio —titularización y comercialización (*Castern, 1992*)[3] del crédito— resultó de la suplantación de la tradicional preeminencia de las operaciones de préstamo y depósito a cargo de la banca comercial por otras resultantes de:

3 Utilizamos el concepto de bursatilización del crédito en el sentido amplio de comercialización de instrumentos de crédito en mercados abiertos de valores, lo que incluye a las bolsas de valores en sentido estricto (que comercializan tanto acciones como títulos de deuda) como los mercados de compraventa de títulos de renta fija (redes de teléfonos y computadoras utilizados por los agentes autorizados) que en Estados Unidos, Canadá o Japón se hallan separados de las llamadas bolsas de valores, en esos países, centradas en títulos de renta variable.

Gráfica I.2
Evolución de la inflación y la tasa de interés real en los países industriales 1980-1995



Fuente: FMI. *Perspectivas de la economía mundial.*

a) la emisión pública de títulos de crédito creadores o no de deuda (acciones, bonos, papeles comerciales) por empresas y gobiernos; b) la colocación especulativa de los títulos de crédito por nuevas sociedades y fondos de inversión, en carácter de administradoras de la mayor parte del ahorro privado y social (depósitos de pequeños y medianos inversionistas, fondos de pensiones, fondos de seguros); c) el sistema de calificación de la capacidad de pago de los deudores por agencias calificadoras privadas (Standard & Poor's, Moody's, etc.) que excluye a los emisores que no alcanzan las condiciones mínimas requeridas y determina diferentes niveles de calificación que se expresan en pagos diferenciales de tasas de interés; d) la negociación de los títulos de crédito en las bolsas de valores y mercados de dinero; e) la informatización de las operaciones bursátiles y financieras, y; f) la débil o casi inexistente regulación pública (condición que contrasta con los altos niveles de regulación que existían en el sistema bancario anterior).

Los nuevos intermediarios son también de naturaleza bastante diferente, tanto por el origen de los fondos como por sus características operativas. Los principales son: a) grandes sociedades y bancos de inversión originalmente especializadas en la emisión y colocación de valores, como Merril Lynch o Morgan Stanley; b) fondos mutuales que recolectan ahorros de decenas de millones de pequeños y medianos inversores (como sería el caso de "Fidelity", la mayor de ellas); c) fondos de protección ("edge funds") especializados en grandes operaciones especulativas de corto plazo operando a base de un alto nivel de endeudamiento (*FMI, 1994*)[4] (caso del famoso Quantum de George Soros); d) gigantescos fondos de pensiones administradores de los ahorros para el retiro de los trabajadores (importantísimos por la gran masa de fondos que aporta, aunque desde una perspectiva más conservadora; e) compañías de seguros (de modalidades operativas parecidas a las de los Fondos de Pensio-

4 Los fondos de protección ("hedge funds") manejaron en 1993 entre 75 y 100 mil millones de dólares, tres o cuatro veces más que el capital de las principales sociedades que operan con títulos en Estados Unidos. Entre 1987 y 1993 sus utilidades triplicaron a las de las empresas norteamericanas más fuertes incluidas en el Standard and Poor's 500.

nes) que intervienen activamente en las nuevas operaciones para preservar y valorizar sus reserva; f) departamentos especializados de los propios bancos comerciales que entran en el negocio. A los agentes mencionados habría que agregar a algunos efectos (la compraventa especulativa de títulos de crédito), el papel de las propias tesorerías de las empresas transnacionales con el propósito de prevenir riesgos mediante la diversificación de las carteras de inversión (*Eiteman y Stonehill, 1992*).

La nueva composición del sector financiero puede verse en el Cuadro I.1 referido a los cambios del mismo a partir de 1929 en los Estados Unidos: en él puede observarse la declinación del rol crediticio de la banca comercial y las cajas de ahorro[5] y el ascenso de las compañías y fondos de inversión, que junto con las compañías de seguros pasan a manejar en 1993 las dos terceras partes del reciclamiento financiero del ahorro norteamericano. Se trata de un proceso de cambio que si bien comienza a gestarse a partir de la segunda posguerra, se traduce en un cambio estructural (de modificación de la primacía de la banca por de nuevas entidades financieras) hacia la década de los ochenta.

Cuadro I.1

Estructura de la intermediación financiera en Estados Unidos 1929-1993 (%)

Tipo de empresa	1929	1939	1948	1960	1970	1980	1993
Bancos comerciales	54.5	52.0	55.8	38.7	39.0	34.5	25.2
Cajas de ahorro	14.0	12.6	12.2	19.8	20.0	25.5	9.9
Compañías de seguros	18.9	27.0	24.8	23.5	19.0	14.5	18.0
Cías. de Fondos de Inversión	12.6	8.7	7.2	18.0	22.0	25.5	46.9

Construido con información de A. Maddison, *La economía mundial en E.U.A. 1920-1992 y FMI, Perspectivas de la economía mundial.*

5 La caída de la participación relativa de las cajas de ahorro en la intermediación financiera que muestra el Cuadro I.1 es aún más pronunciada que la de la banca comercial, como resultado del carácter masivo que adoptó el desplazamiento del ahorro de la gran masa de la población hacia los nuevos fondos mutuales. En conjunción con la canalización masiva del ahorro forzoso de los trabajadores hacia los mercados de valores a través de los fondos de pensión, la caída de las cajas de ahorro muestra la enorme dimensión social que implica la transformación del sistema financiero, y la necesidad de considerarlo como un fenómeno estructural que excede ampliamente a sus connotaciones económicas para abarcar a un amplio espectro de fenómenos sociales, culturales y políticos.

La segunda vertiente de cambio consistió en la aparición de un nuevo tipo de actividad financiera especializada en la administración del riesgo financiero y cambiario surgido de las nuevas condiciones internacionales —ingeniería financiera (*FMI, 1994*; *Decovny, 1994*)[6]— La operación con derivados llegó a ser, junto al intercambio de divisas, uno de los grandes campos de la refuncionalización de la gran banca internacional (*FMI, 1994*),[7] que pasó a ser por este medio una suerte de aseguradora a gran escala de los riesgos más generales de la gran empresa internacionalizada.

La tercera gran modificación del sistema financiero estuvo centrada precisamente en la nueva dimensión y mecánica de la compraventa de divisas (mercado cambiario) estructurada alrededor del mercado interbancario. Entre 1980 y 1995 el volumen diario estimado de las operaciones con divisas pasó de los cien mil a los mil doscientos millones de dólares (*Eiteman y Stonehill, 1992; FMI, 1997*), lo que implicó una tasa de crecimiento más de dos veces superior a la del comercio mundial y aún más elevada que la de los flujos internacionales de capital. Esto pudo ser posible por el imponente crecimiento de transacciones diferentes a las determinadas directamente por el curso de la producción mundial (comercio de bienes y servi-

6 Los "derivados" son títulos de crédito que surgen del intercambio de un título original por otro de diferente naturaleza (bonos, acciones, papel comercial, certificado de productos básicos, derechos sobre propiedad inmobiliaria etc.) o características (término, interés pactado, moneda de nominación, contratante) con el propósito principal de prevenir riesgos individuales y redistribuirlo entre las instituciones gestoras (grandes bancos). Comprende tanto operaciones bursátiles (principalmente negociaciones a término) como extrabursátiles, cuya expresión más importante son los *swaps* (intercambios) de tasas de interés (*FMI, Boletín, 28-03-94*). El objetivo de los *swaps*, es tanto la prevención de riesgos financieros como la obtención de instrumentos más ventajosos que los intercambiados para la empresa o negocio de que se trate, como evasión de impuestos o de regulaciones gubernamentales. (*Decovny, 1994*).

7 Según el FMI, entre el 98 y el 100 % del valor teórico de las operaciones con derivados en los Estados Unidos estaban concentradas en unos pocos grandes bancos, y esto sucedía a nivel internacional con un puñado de bancos norteamericanos, japoneses, franceses, británicos, alemanes y suizos (*Boletín, 28-02-94*).

cios, inversión directa y crédito) como es el caso de las operaciones puramente financieras (*swaps*, operaciones de arbitraje, especulación lisa y llana) o derivadas del crecimiento explosivo de operaciones ilegales de lavado de dinero y evasión fiscal favorecidas por las nuevas condiciones internacionales.

El último gran cambio es la llamada globalización financiera, es decir la estrecha interconexión de los mercados financieros nacionales como resultado de su creciente subordinación al mercado mundial de capitales, en razón de la alta movilidad alcanzada por el capital-dinero y la tendencia a la convergencia de las tasas de interés (que no puede por cierto confundirse con la igualación del nivel efectivo de tasas nacionales, las cuales varían de acuerdo a condiciones específicas).[8] Uno de sus principales resultados fue la reducción del ámbito de acción de los bancos centrales nacionales en la creación y regulación del dinero y crédito, la fijación de tasas de interés y la determinación de los tipos de cambio. Dentro de este contexto los flujos de capital-dinero y corrientes especulativas podrían conformar un patrón de alineamiento errático de las principales variables financieras nacionales, que tenderá a imponerse en el corto plazo sobre las determinaciones más profundas de la competencia comercial y el desarrollo desigual de la productividad mundial.

El proceso expuesto tiene consecuencias contradictorias en términos de dinámica económica. Por una parte, amplía, agiliza y abarata el crédito, lo que coadyuvará, en los países industriales, en

8 La nivelación internacional de la tasa de interés real sólo opera como tendencia comprobable muy a largo plazo, mediada por fuerzas contrarestantes como las políticas defensivas de oligopolios bancarios sobre los mercados nacionales de crédito (técnicas de esterilización de divisas que impiden que la entrada de capitales se traduzca en equivalentes presiones a la baja de las tasas nacionales) o, sobre todo, por la persistencia de condiciones estructurales nacionales muy diferentes, que imposibilita a los países atrasados y de escaso desarrollo del crédito (y por lo tanto de altas tasas) asimilar flujos demasiados grandes de capital sin crecientes desequilibrios y crisis cambiarias que afecten la tendencia a la nivelación. Por esta razón, y en contra de lo presupuesto por la economía convencional, la globalización financiera está lejos de implicar la existencia de una tasa mundial de interés.

la recuperación de la producción de la segunda mitad de los ochenta y constituirá un poderosísimo ingrediente de la globalización del mercado mundial (*The Economist, Survey, 1995*). Pero simultáneamente introduce nuevos elementos de inestabilidad al conjunto del sistema. El primero de ellos se deriva de la sustitución del anterior régimen bancario concentrado y estrictamente supervisado por autoridades gubernamentales, por otro menos regulado y mucho más volátil, disperso y orientado a la rentabilidad especulativa de corto plazo. El segundo elemento (más peligroso en el largo plazo) se desprende de la concentración en la gran banca internacional del riesgo financiero sistémico, provocado por la utilización generalizada de instrumentos derivados.

A nivel internacional, el nuevo sistema se extiende vertiginosamente, da lugar al fenómeno de la globalización de los mercados financieros y se traduce en un acelerado proceso de trasnacionalización de la propiedad de los títulos de crédito. En Estados Unidos la proporción de títulos y acciones en manos de residentes extranjeros se eleva del 9 % del PIB en 1980 al 93 % en 1990; en Japón del 7 % al 119 % y en Alemania del 8 % al 58 % (*The Economist, 1993*). Entre 1987 y 1991 se quintuplica el valor teórico de los instrumentos derivados negociados, que pasan en Estados Unidos del 35 al 140 % del PIB (*FMI, Boletín, febrero, 1994*). La inversión de cartera (IC) se constituye en la principal forma de inversión mundial de capital por encima de los préstamos bancarios (PB) y la inversión directa (ID) como puede verse en el Cuadro I.2.

Cuadro I.2

Composición de los flujos anuales de inversión privada mundial

(miles de millones de dólares)

Tipo de operación	1981	1989	1993
Préstamos bancarios	165	121	130
Inversión directa	58	195	194
Inversión de cartera	52	252	357

Fuentes: FMI (PB e IC) y UNCTAD (ID)

El nuevo sistema financiero no es independiente de la internacionalización de la producción, con la que mantiene estrechas relaciones (*Kregel, 1992*) derivadas, tanto de los vínculos necesarios entre producción y crédito como de la nueva lógica de funcionamiento

global de la economía. Pero tendrá un grado de autonomía relativa mucho mayor al de los sistemas financieros anteriores, como resultado de su falta de integración orgánica con el sector productivo que existiera en las formas precedentes de capitalismo, sea por vínculos directos de propiedad[9] o por el papel articulador del Estado. En el nuevo capitalismo, el nexo tenderá a darse a partir de los mercados de valores, dentro de un contexto histórico general propio de la coyuntura de transición entre nueva y vieja forma de capitalismo, que tenderá a acentuar la inestabilidad y característica del vínculo bursátil.

Entre los factores históricos que acentúan la inestabilidad del nuevo nexo entre producción y crédito, destaca la importancia de los siguientes: a) la enorme magnitud de las disparidades y variabilidad de las relaciones monetario-financieras básicas entre las economías nacionales, como los tipos de cambio (Gráfica I.3), los diferenciales de tipos de interés o las muy diversas evaluaciones del riesgo de inversión resultantes de las muy dispares condiciones macroeconómicas y políticas generales y la velocidad de los cambios (*Dabat, 1994*); b) la falta de normas e instancias regulatorias internacionales asociadas a los vacíos e inadecuaciones de las legislaciones e instituciones nacionales; c) la gran desproporción entre los montos limitados de las reservas nacionales de divisas y los activos colosales manejados por los grandes jugadores financieros. Todo ello en conjunto estimula la actividad especulativa a niveles jamás antes conocidos, y la convierte en un fenómeno general que trasciende ampliamente la acción de los agentes especializados en ella como por los fondos de protección, para alcanzar a la gran empresa productiva y sus políticas de administración de riesgo y preservación de activos.[10]

9 Casos de articulación directa (vía propiedad) como la fusión entre banca e industria en el capitalismo financiero clásico, o el cruzamiento accionario en Alemania o Japón, vinculado en el primer país a la subsistencia de aspectos fundamentales del capital financiero clásico.

10 Conforme demuestran detalladamente los manuales que estudian la actividad financiera de las empresas trasnacionales, la actividad especulativa ha pasado a ser un instrumento fundamental de administración de la exposición económica a

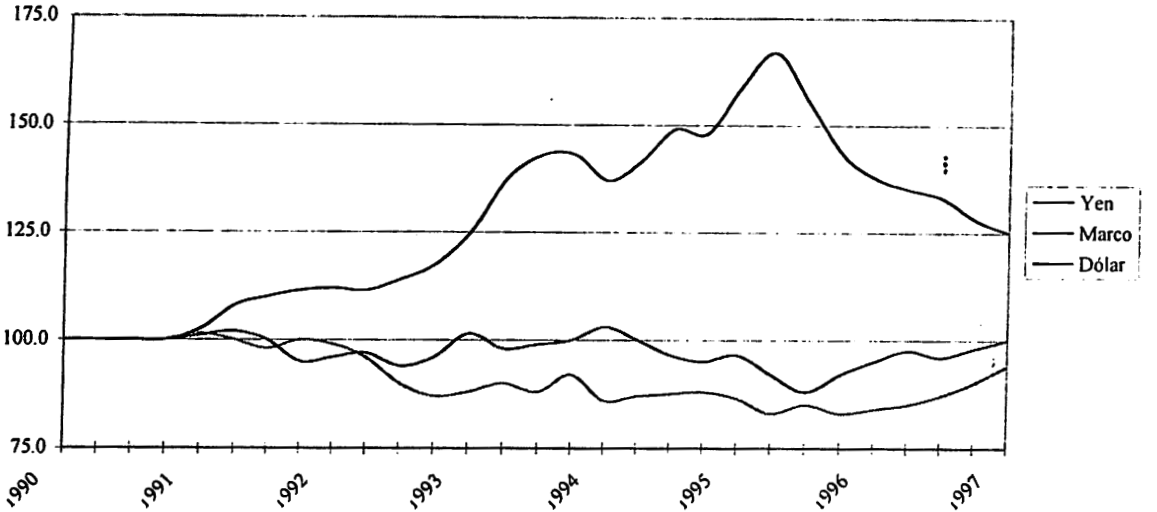
Como resultado de estas condiciones, aparecerá a principios de los noventa un nuevo tipo de crisis financiera internacional, caracterizada por la especulación cambiaria y financiera, el ataque masivo a las monedas y economías vulnerables y la velocidad de los efectos internacionales del contagio. El caso más importante fue el embate a las divisas europeas débiles, desencadenado en septiembre de 1992 por uno de los fondos de protección más poderosos (el Quantum Fund de Soros), que generó enormes ganancias a sus promotores a expensas de las reservas de los bancos centrales (*Financial Times, mayo 1995*). El ataque especulativo forzó la devaluación de las monedas nacionales de Inglaterra, Italia, España, Suecia, Noruega, Finlandia y Portugal, impuso a Francia una costosa política de restricción monetaria para preservar el valor del franco[11] y destruyó los planes de la Unión Europea de avanzar rápidamente hacia una moneda comunitaria única.

El segundo caso, de alcance más limitado aunque de más graves consecuencias para el país, fue el que puso fin al prolongado auge de la economía turca en la primera mitad de 1993. Su origen fue la crisis política provocada por el triunfo electoral del Partido del Bienestar (islámico) en las principales ciudades turcas, la devaluación de la lira y la fuga masiva de inversiones de corto plazo encabezada, al parecer, por otro gran fondo norteamericano el Emerging Markets Management, (*Torres y Vogel, 1994*). Ello resultó en una caída bursátil de más de 60 %, una inflación del 130 % y una caída del PIB de más del 10 % anual.

que se encuentra sometida, como resultado de su actuación simultánea en múltiples mercados nacionales, de la administración de activos financieros nominados en diversas monedas y condiciones.
En ese sentido, puede considerarse a esta primera forma de especulación vinculada a la actividad productiva, como un mecanismo en gran medida defensivo, que ha pasado a ser parte consustancial de las condiciones de reproducción normal de las grandes empresas internacionalizadas.

11 El gobierno de Miterrand logró preservar el valor del franco gracias al apoyo del Bundesbank alemán y el fuerte incremento de la tasa interna de interés. Pero esta política tuvo efectos fuertemente recesivos y favoreció la derrota electoral del gobierno socialista a manos de la derecha conservadora en marzo de 1993.

Gráfica I.3
Relación cambiaria entre las principales divisas (1990-1995)



Fuente: *The Economist*, varios años

3. Los mercados emergentes

Entre la década pasada e inicios de la actual tuvo lugar un conjunto de procesos que modificaron profundamente la posición internacional de los principales países semindustriales. Entre ellos destacan el derrumbe del bloque soviético y la transición al capitalismo en Europa Oriental, la generalización del *boom* exportador asiático y el creciente peso internacional de la "Gran China", la aceleración de la reforma liberal-capitalista (estabilización macroeconómica, apertura externa, reconversión productiva, privatizaciones, desregulaciones, reformas del Estado, auges bursátiles etc.) o la superación de la crisis de la deuda por los principales países latinoamericanos.

La coincidencia de estos fenómenos con la recesión de los países industriales y los procesos de integración regional (TLCAN, ampliación de la Unidad Europea, Mercosur, ASEAN, reorganización colombiana-venezolano del Pacto Andino, etc.) favorecerán la reorientación del comercio y la inversión mundial hacia los países emergentes de Asia, América Latina, Europa Oriental y (algo después), Medio Oriente y África. Ello dará lugar a la integración, globalización y regionalización supranacional del mundo de una treintena de países semindustriales provenientes de los anteriores Segundo y Tercer Mundo (los capitalismos emergentes[12] cada vez más diferenciados del "Cuarto Mundo" marginado. Para un análisis de los rasgos comunes a tan diversas estructuras y perfiles económicos ver *Dabat, 1994.pp. 39-61*). México pasará a ser el prototipo de este proceso general por el carácter de modelo que tenderá a dársele a su reforma económica, la magnitud del desplazamiento de la banca comercial como principal intermediario de sus privatizaciones y la subscripción del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá.

12 La lista de las economías periféricas usufructuarias de la globalización sería la siguiente: China, Singapur, Hong Kong, Taiwán, Sudcorea, Malasia, Thailandia, Pakistán, India, Bangladesh y Vietnam en el Pacífico Asiático (11); Grecia, Portugal, Hungría, Polonia y la república Checa en Europa (5). Sudáfrica, Túnez, Egipto, Marruecos y Zimbawe en África (5). Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú, Uruguay y México en América (7).

Como resultado de estos fenómenos, la globalización del mercado mundial tenderá a adoptar características nuevas. A partir de 1989, el comercio exterior de los países emergentes crecerá a tasas cercanas al 15 % anual, lo que contrastará notablemente con la contracción del comercio de los países industriales entre sí. A ello se le unirá el auge de las bolsas de valores y las privatizaciones, la concentración e internacionalización de los grupos empresariales locales y las relocalizaciones productivas de las empresas multinacionales, para dar lugar a un espectacular auge de la inversión externa directa y de cartera.

La inversión directa a los países en desarrollo pasará de un promedio de 18.3 mil millones de dólares entre 1983 y 1987 a 34 mil millones entre 1990 y 87 mil en 1994, lo que elevará su participación en el total mundial de la inversión recibida, del 24 % a mediados de la década anterior al 39 % en el último año señalado (Cuadro I.3). Pero aún más significativo será el nuevo papel de estos países como fuente de origen de inversión directa, conforme puede verse en el Cuadro I.3 ya mencionado (aumento de participación del 5 al 17 % en los mismos años).

Cuadro I.3
Inversión externa directa hacia y de países en desarrollo 1983-1994
(miles de millones de dólares)

Años	Entradas de capital		Salidas de capital	
	Valor	Participación (%)	Valor	Participación (%)
1983-87	18.3	24	4.2	5
1990	33.7	17	17.8	7
1993	73.1	35	33.0	15
1994	87.0	39	38.6	17

Fuente: *UNCTAD*

La inversión de cartera hacia los países en desarrollo es parte fundamental del crecimiento explosivo de la titularización internacional del crédito, lo que se traduce en un aumento explosivo que más que duplica el incremento mundial (Cuadro I.4). En sólo cuatro años (1989 a 1993) la participación del capital externo en la adquisición de bonos y acciones en emisiones primarias, se multiplica nue-

ve veces a una tasa de crecimiento anual acumulada del orden del 75 % anual, lo que eleva su participación en el total mundial de menos del 2.5 al 12 %. El gran salto ocurre a partir de 1992 con la entrada masiva de los fondos de inversión norteamericanos (mutuales y de protección), llamados el crecimiento y la capitalización excepcional de las bolsas de valores latinoamericanas[13] y Asia Oriental (*FMI, 1994*).

Cuadro I.4
Inversión de cartera en los países en desarrollo* 1981-1994
(miles de millones de dólares y porciento)

Años	Mundial	a Países en Desarrollo	
		Valores	% de mundial
1981	52	3	5
1989	270	7	2.5
1992	356	33	9
1993	534	63	12
1994	512	57	11

* Sólo incluye participación en emisiones primarias.
Fuente: *FMI* (ICM, 1994 y 1996) y *Financial Times.*

Ello determinará una nueva estructura del financiamiento y el endeudamiento externo de los países emergentes, que diferirá marcadamente del de los años setenta. Habrá una ampliación y dispersión del universo de inversores y acreedores en sustitución de la anterior masa compacta de consorcios bancarios. Dentro de la deuda crecerá el peso de las obligaciones a corto y mediano plazo. Se privatizará el acceso a los mercados nacionales y el endeudamiento externo, que quedará principalmente en manos de los grandes grupos empresariales y bancarios nacionales, a través de emisiones primarias de acciones y títulos o de operaciones secundarias en las bolsas de valores. Finalmente, se abrirá un nuevo ciclo de endeudamiento externo (*Vargas Mendoza, 1994*) más manejable en principio que el

13 Según la Corporación Financiera Internacional, la rentabilidad promedio de las tres principales bolsas latinoamericanas (Brasil, México y Argentina) fue en 1991 de ¡ 280 %!, contra 30 % en Estados Unidos, en lo que fue un año excepcional para ese país; cfr. *FMI, International Capital Markets, 1994.*

anterior por la mayor capacidad exportadora de los países endeudados, pero más difícil de controlar y renegociar por la pulverización de los acreedores y menor capacidad de incidencia de los gobiernos involucrados.

El nuevo ciclo financiero no fue afrontado de la misma manera por los diversos países. Mientras que en Asia (sobre todo China, Sudcorea o Taiwán), tendieron a adoptarse políticas cuidadosas de recepción de capital externo traducidas en 0.7 dólares de inversión de cartera por cada dólar de inversión directa, la mayor parte de América Latina se abrió mucho más indiscriminadamente a la primera forma que alcanzaría una proporción cercana a tres a uno frente a la segunda (*Financial Times, febrero 1995*) aunque hubo países como Chile, Colombia o Brasil[14] que regularon la inversión financiera más estrictamente que Turquía o Filipinas.

Dentro de ese contexto general, México pasó a ser con mucho el principal receptor de inversión de cartera (76,700 millones de dólares entre 1989 y 1993)[15] y el segundo después de China, de inversión directa por un monto de 31,000 millones (SECOFI). Los montos recibidos por México bajo la primera forma fueron cerca de una cuarta parte de la inversión de cartera acumulada en los mercados emergentes estimadas para ese periodo en algo más de 300,000 millones de dólares. A fines de 1993, la inversión de cartera en México estaba compuesta por 54.600 millones de dólares en acciones de empresas mexicanas bajo distintas formas (ADR´s, acciones de libre suscripción, fondos accionarios) y 22,100 millones en títulos de renta fija pública y privada, con predominio de los certificados de deuda gubernamental (Cetes y otros tipos de títulos como los tardíamente introducidos Tesobonos).

14 Sobre el régimen de la inversión financiera en Chile, ver Business International Corp., *FFO. Chile*, December 1991.

15 De ese total, muy poco más de 30 mil millones corresponden a emisiones primarias de bonos y acciones (*FMI, 1993 y 1994*). El resto debe atribuirse a inversiones bursátiles y compras de títulos gubernamentales de corto plazo.

4. La coyuntura de 1994 y el reflujo del "dinero caliente"

A partir de los primeros meses de 1994, tendrá lugar en los mercados internacionales un conjunto de cambios desfavorables para los mercados emergentes. En este sentido, coincidirán hechos como el elevamiento de la tasa de interés en Estados Unidos, los esbozos de recuperación de la economía europea (que atraerán capital hacia esa región), la crisis turca o la aparición de elementos de incertidumbre en los mercados mexicano y chino.[16] La mayor disminución en los flujos de capital internacional en 1994 se registra en el segundo trimestre, con una caída del 11% a nivel mundial en la colocación de bonos (de 7% a nivel latinoamericano). En 1994 América Latina recibió 43 mil millones de dólares, 23 mil millones menos que en 1993. La emisión de bonos cayó de 29 mil 500 millones de dólares en este último año a casi 20 mil millones en el 94, mostrando un acortamiento de los plazos, especialmente durante el segundo trimestre, cuando el plazo medio regional bajó a poco más de 3 años. En esto último incide la política que sigue México, que no obstante dicho acortamiento sólo captó 23% de los recursos externos de la región, "muy por debajo del 50% del cuatrienio anterior" (*CEPAL, 1994, pp.85-86*).

El incremento de las tasas de interés en Estados Unidos, fue un fenómeno coyuntural de gran importancia, porque siguió a más de una década de tendencia descendente, la cual había impuesto una lógica de mercado que afectó la inversión nacional en títulos de renta fija y tendió a sobredimensionar los rendimientos de los mercados emergentes. El conjunto de los factores señalados afectará sobre todo a las operaciones con bonos y títulos de corto plazo.

16 La coyuntura mexicana se parecía a la china por la combinación de temores económicos y políticos. En el caso chino, los inversionistas internacionales tendieron a vincular la sobrecapitalización de las bolsas de Shangai y Hong Kong con rumores sobre el inminente fallecimiento de Deng Xiaoping (*Financial Times, Survey, febrero, 1995*). Sin embargo, las diferencias estructurales entre ambos mercados (mucha mayor fragilidad de los mexicanos), daría lugar a diferentes resultados.

Como resultado, los índices bursátiles de las principales bolsas de valores de Asia Oriental y América Latina comenzarán a caer en 1994, poniendo fin a un prolongado periodo de crecimiento. Ello dará lugar a un intensa discusión entre los especialistas en mercados emergentes de Estados Unidos y Europa sobre el porvenir de los mismos, que se dará en medio del creciente nerviosismo de los operadores financieros. Las condiciones para nuevos ataques especulativos estarán dadas, y México comenzará a aparecer como la víctima a seguir, por los factores que se expondrán en el capítulo siguiente.

A tales factores se sumará la evolución política dentro de los Estados Unidos, que pasará a ser un aspecto muy importante para el curso posterior de los acontecimientos mexicanos; 1994 será el año de la derrota electoral del Partido Demócrata en las elecciones congresionistas de Estados Unidos, lo que debilitará a un gobierno globalista y partidario del estrechamiento de las relaciones económicas y políticas con México (el de Clinton) ante una mayoría parlamentaria crecientemente bilateralista, en gran parte proteccionista, e impulsora de una línea dura frente a México. Ello creará dificultades internacionales adicionales a la búsqueda de acuerdos multilaterales de reforma a las instituciones mundiales de regulación del mercado mundial. Pero, asimismo, tendrá consecuencias particularmente negativas para México.

II. EL CICLO DE ACUMULACIÓN Y ESTABILIZACIÓN 1987-1994: EVOLUCIÓN GENERAL Y CONTRADICCIONES BÁSICAS

1. El ciclo 1987-1994

Aunque de aparición abrupta, la crisis asociada al llamado error de diciembre no fue rayo en cielo sereno. Inscrita en el escenario internacional anteriormente estudiado, representó más bien un eslabón (el quinto) de la crisis prolongada que vive la economía mexicana desde mediados de los años setenta y, en un acercamiento más próximo, cabría ubicarla como resultado de los desequilibrios y contradicciones del último ciclo de acumulación (1987-1994), caracterizado esencialmente por una política de estabilización de precios "heterodoxa", por la apertura de México —a la cabeza de las llamadas "economías emergentes"— a los procesos de globalización y expansión financiera mundial, y por una política de estabilización "heterodoxa" (Para una exposición preliminar de este periodo, con información hasta el segundo semestre de 1993 ver *Toledo Patiño, 1994*).

Teniendo como punto de partida el *crack* bursátil de octubre de 1987, el desenvolvimiento general de la economía mexicana hasta diciembre de 1994 puede clasificarse en los siguientes períodos: a) una fase recesiva que llega hasta el penúltimo trimestre de 1988; b) una etapa de recuperación que inicia a fines de ese año y comprende hasta el segundo semestre de 1991; c) un periodo de "desaceleración" a partir del último trimestre de ese año, que se prolonga hasta el cuarto trimestre de 1993, y ; d) un efímero lapso de recuperación que abarca casi todo 1994.

En este ciclo corto (Gráfica II.1) la dinámica de la acumulación y del desempeño macroeconómico en su conjunto estuvo condicionada, primordialmente, por tres órdenes de factores: a) la continuidad en la estrategia de "cambio estructural" emprendida desde 1982, y que el gobierno de Carlos Salinas hizo relevante en materia de apertura externa, desregulación de sectores y mercados, así como de reprivatización de empresas públicas; b) los objetivos y mecanismos del programa antiinflacionario "heterodoxo" establecido como eje rector de la política económica y; c) el posicionamiento

de la economía mexicana como "mercado emergente" en la última onda de expansión, reorientación y diversificación de los flujos financieros mundiales.

Los determinantes arriba mencionados operaron durante un primer lapso (*grosso modo* entre 1988 y 1991) como fuerzas impulsoras de la acumulación, pero sin lograr que para la economía como un todo se constituyeran tendencias estables de crecimiento. Por el contrario, tal conjunto de fuerzas propició el resurgimiento o la exacerbación de desequilibrios que frenaron la expansión económica (básicamente durante el trienio 1991-1993) y desembocaron en el colapso devaluatorio de diciembre de 1994.

2. Recesión y estabilización

En la **primera fase** del ciclo (fines de 1987-fines de 1988) tiene lugar el impacto recesivo de la crisis bursátil -la cual había llegado a interrumpir la endeble reactivación económica que venía operando luego de los "choques externos" de 1986. Con el *crack* de la Bolsa de Valores y la devaluación de noviembre de 1987, se desató un rebote inflacionario que llevó a un incremento récord de 159.7% en el INPC en ese año. Frente al riesgo de que tomara curso un proceso de hiperinflación y teniendo en cuenta los sucesivos fracasos de los programas de estabilización ortodoxos, (PIRE en diciembre de 1982, PAC en julio de 1986) las autoridades optaron por aplicar un programa de corte "heterodoxo".[17]

En sus tres primeros meses de vigencia -diciembre de 1987 a febrero de 1988- el programa antiinflacionario permitió una alineación generalizada de los precios relativos de bienes y servicios de los sectores público y privado, anular rezagos (a excepción de salarios) cortar las presiones inflacionarias inerciales y hacer posible

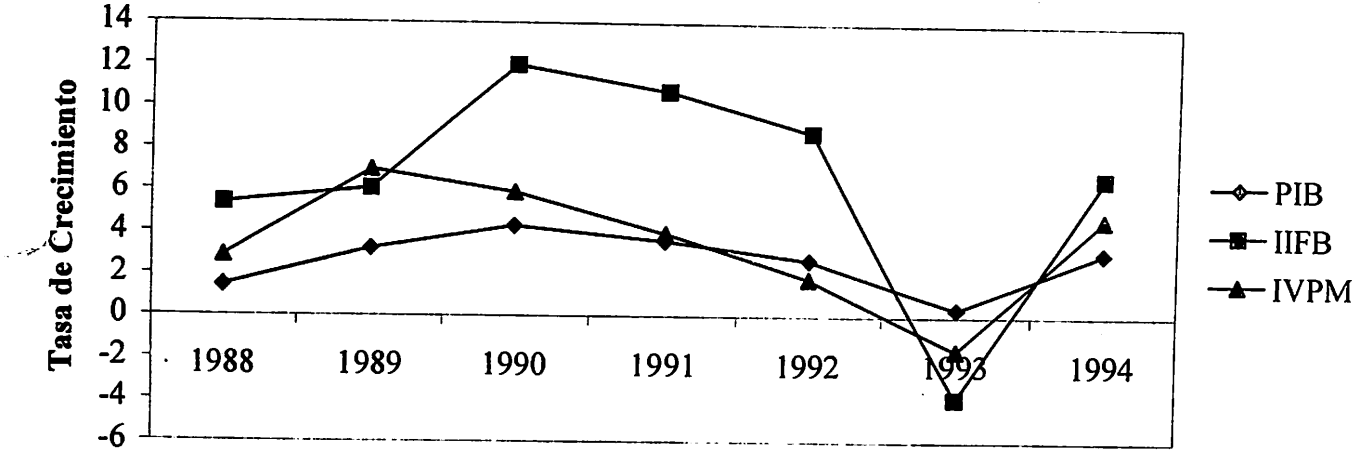
17 Con relación a las experiencias de programas heterodoxos aplicados en otras latitudes véase *Puyana, 1992*; sobre la visión gubernamental de la naturaleza y características del programa heterodoxo en México: *Córdoba, 1991*; para una perspectiva más amplia consúltese a *Aspe, 1993*; con respecto a un balance crítico de los 3 primeros años de vigencia del programa, *Sánchez Daza, 1992*.

que durante los meses de marzo a octubre, pudiera operar una rápida reducción de la inflación, la cual registra en 1988 una tasa anual de 51.7% (Gráfica II.2). En esta fase del ciclo la aceleración en la apertura comercial se propone como mecanismo de abatimiento de los precios; para ello se reduce el arancel máximo de 40 a 20%, se eliminan permisos de importación en todos los renglones, con excepción de algunos bienes agrícolas, los farmacéuticos y automóviles (*Lustig, 1994*).[18]

Asimismo, desde el arranque de esta fase del ciclo entra en juego una tendencia a la apreciación de la moneda, que es resultado tanto de la persistencia de la brecha inflacionaria con los principales socios comerciales, como del régimen cambiario inherente al programa de estabilización, el cual fijó y posteriormente predeterminó el deslizamiento del tipo de cambio en condiciones de libre movilidad de capitales. La paridad peso/dólar permaneció anclada de marzo a octubre de 1988, teniendo lugar, a lo largo de esos nueve meses, un deterioro significativo del colchón subdevaluatorio que se había generado a raíz de la crisis bursátil de octubre de 1987. (Gráfica II.3). El 1o. de diciembre de 1988, con el inicio de la administración salinista, las presiones cambiarias se regulan por parte de las autoridades monetarias introduciendo la modalidad del deslizamiento a un peso diario promedio, lo cual vendrá a representar una devaluación aproximada del 16% anual (*MacroAsesoría Económica, 1994.* Con respecto al margen subvaluatorio de 1986-87: *Lustig, op. cit., 1994. pp.52 y 71.* Cuadro II.1).

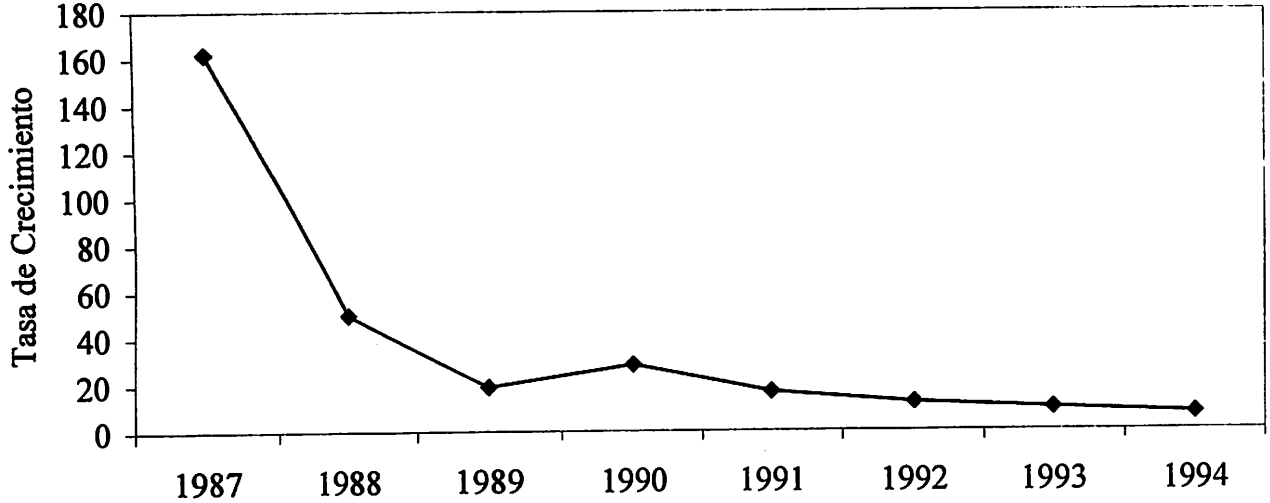
18 La autora cuestiona con un buen argumento la efectividad de esta política : "El Pacto se implantó cuando las reservas de divisas eran elevadas (se estimaban en casi 13 700 millones de dólares), y aún aumentaron poco después a 16 000 millones de dólares. Las reservas permitían que el gobierno sostuviera un tipo de cambio nominal fijo mientras se reducían los aranceles y, tanto la demanda como la producción, podían experimentar una ligera expansión. Un año más tarde, en marzo de 1989, las reservas de divisas se estimaron en casi 6 000 millones de dólares. *Es decir, el 'costo' del paquete de políticas...ascendía a unos 10 000 millones de dólares. En cierto sentido, las reservas de divisas desempeñaban en México el papel que el apoyo financiero estadounidense había desempeñado en el programa de estabilización de Israel*" (p.75. Itálicas nuestras).

Gráfica II.1
Ciclo de inversión y producción 1988-1994



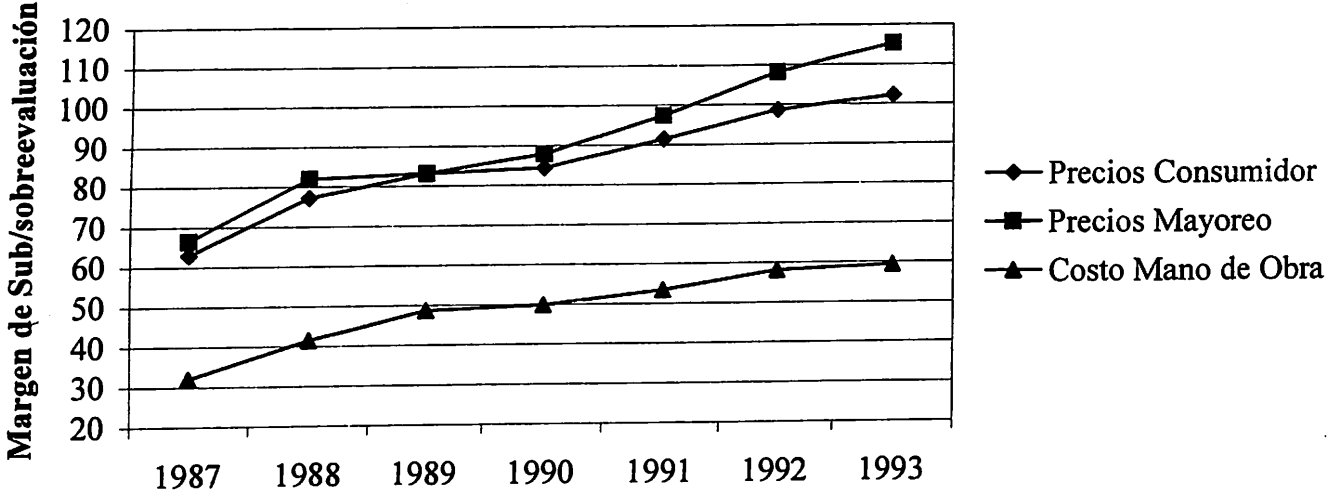
Fuente: Banco de México.

Gráfica II.2
Inflación 1987-1994 (INPC)



Fuente: *Ibíd.*

Gráfica II.3
Tipo de cambio real 1987-1993 (1980=100)



Fuente: Nora Lustig, "México y la crisis del peso...", Comercio Exterior, mayo de 1995, C.1., p. 375.

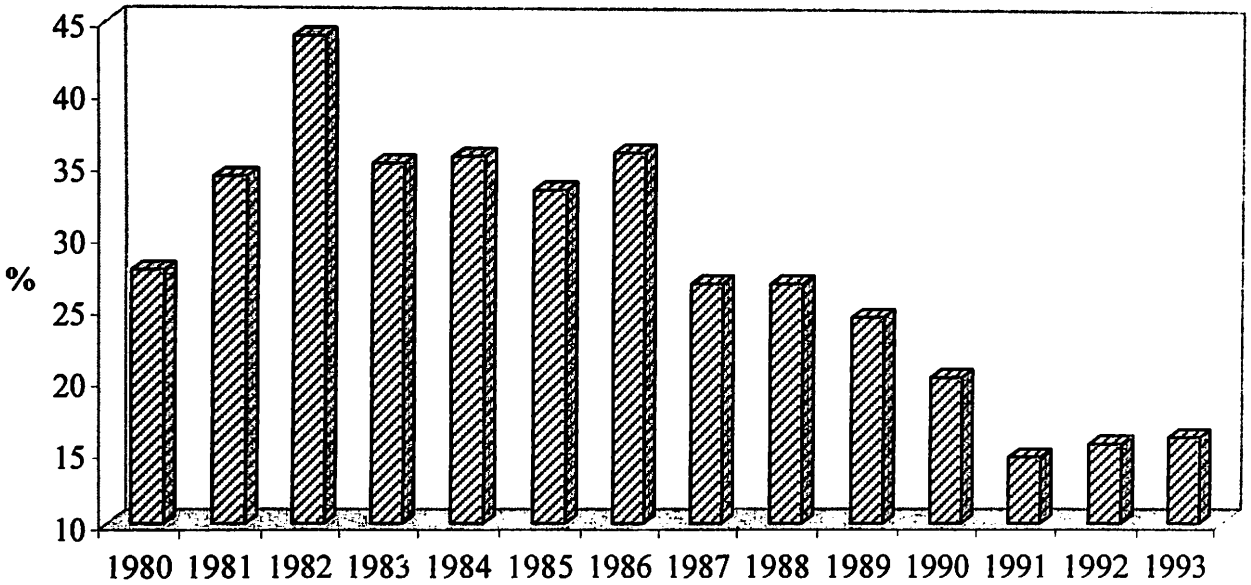
3. La recuperación efímera

La **fase de recuperación**se inicia durante el cuarto trimestre de 1988, coincidiendo con el comienzo de la administración de Carlos Salinas y abarca hasta el primer trimestre de 1991.[19] Además del éxito alcanzado en la estabilización de precios (que significó pasar de una inflación promedio mensual de 8.2 % en 1987, a 1 % en el segundo semestre de 1988), la acumulación se vio favorecida por la disminución en el peso del servicio de la deuda externa, hecho que se observa desde 1987 y se refuerza en 1989 con nuevos acuerdos de renegociación. (Gráfica II.4). El 23 de julio de ese año se formalizaron cuatro mecanismos de reestructuración en el marco del Plan Brady: 1) reducción del principal a una tasa de descuento del 35%, lo cual significó una condonación de 6 959.8 millones de dólares; 2) canje de deuda a bonos de 30 años a una tasa de interés fija de 6.25%, con lo cual se reestructuró un monto de 22 795 millones de dólares; 3) refinanciamiento por 1 455 millones de dólares, y; 4) conversión de deuda en inversión por 3 500 millones de dólares en un plazo de tres años y medio (*Vargas Mendoza, 1994*).[20]

19 Son también los años donde se observa una recuperación de consenso por parte del régimen, luego de la famosa "caída del sistema" en las elecciones presidenciales de julio de 1988. A los "golpes espectaculares", el manejo de la imagen y la política de comunicación social del gobierno de Salinas, se agregaría la baja en la inflación y (ver más adelante) una holgura crediticia. El año de 1991 representa "la mitad dorada" del sexenio, simbolizada en los resultados de las elecciones intermedias del 21 de agosto y la aprobación en diciembre de ese mismo año de la quema de las urnas de las discutidas elecciones presidenciales del verano de 1988. A nivel internacional, en 1991 contrastan agudamente los logros de la reforma económica mexicana con la fracasada experiencia de la Perestroika y la desintegración de la URSS (agosto-diciembre de 1991).

20 El Plan Brady se anunció el 10 de marzo de 1989, el acuerdo en principio se firmó en julio de ese año y el acuerdo final en febrero de 1990.

Gráfica II.4
Servicio deuda externa/exportaciones 1980-1993



Fuente: Vargas, José, op. cit., ver pie de pág. 7.

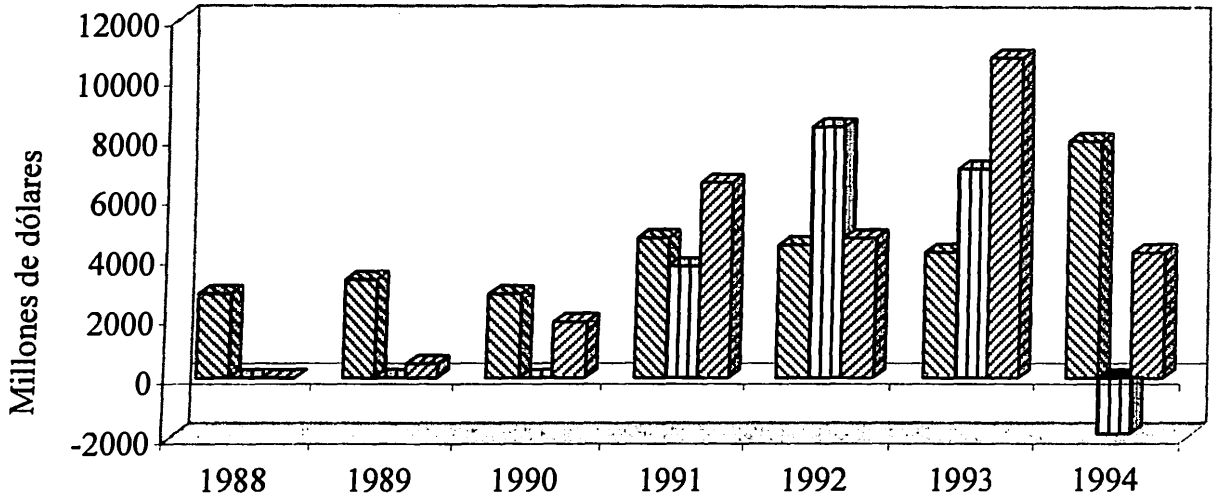
Pero más que por sus efectos en la reducción del monto del endeudamiento externo (en sí limitados) la importancia de esta renegociación radicó en que vino a favorecer el retorno del país al "mercado voluntario de capitales" y abrió paso al arribo de crecientes flujos de inversión extranjera, los cuales se orientaron tanto a los circuitos productivos y comerciales (inversión directa), como a los mercados de dinero y accionarios (denominada de portafolio o cartera) esta última en proporción mínima en 1989, pero que se torna dominante desde 1991.(Gráfica II.5).[21]

En este punto interesa retomar dos aspectos de la evolución del mercado mundial de capitales y que vendrán a tener una incidencia determinante en el desarrollo de las tensiones del ciclo de la actividad económica del país en el transcurso de este periodo.Estos aspectos que ya se consideraron en el capítulo anterior se refieren: uno, a la disminución de la importancia del préstamo bancario a favor de la inversión de portafolio. El otro a la creciente orientación de los flujos de capital mundial hacia las llamadas economías "emergentes" y en particular hacia México.

Como resultado del primero, el financiamiento del núcleo más dinámico de la actividad productiva quedó fundamentalmente en manos de los nuevos intermediarios internacionales que dominan el mercado internacional de crédito. Ello se tradujo, tanto en el comienzo de un nuevo ciclo de reendeudamiento externo sustentado esta vez en la gran empresa privada mexicana, como en la inversión masiva en la Bolsa Mexicana de Valores (inversión externa del 30 % de la inversión total a comienzos de 1994) que la convirtió en una de las más dinámicas del mundo.

21 La disminución en el peso de la deuda externa se encuentra sobrestimada, por la apreciación del peso frente al dólar. Aún así la proporción del gasto gubernamental destinado al pago de intereses caerá del 17.7 % en 1988 a 3.1% en 1993. Entre 1988 y 1993 la deuda pública externa descendió como porcentaje del PIB, de 46.8 a 21.9 %, mientras que la interna lo hizo de 27.9 a 10.9 %, respectivamente.

Gráfica II.5
Inversión extranjera 1988-1994



Otro elemento fundamental de este cambio, es el papel fundamental que pasará a tener el nuevo tipo de inversión externa en el financiamiento público, esta vez a partir de la adquisición de deuda pública de corto plazo (básicamente Certificados de Tesorería o Cetes).

El segundo aspecto arriba mencionado no puede separarse del papel central que comenzará a jugar México en el auge inversor hacia los nuevos mercados emergentes. Esto volverá al país el primer receptor mundial de inversión de cartera y segundo —después de China— receptor de inversión extranjera directa.

La inversión productiva fue atraída por la apertura de una nueva etapa en el proceso de reprivatización de empresas (*OECD, 1992*),[22] la eliminación de barreras institucionales que limitaban o impedían su entrada, las oportunidades de inversión derivadas de la apertura/ integración regional norteamericana, o bien por la desregulación de mercados y sectores clave de la economía. En lo relativo a la inversión de cartera, en 1989 se eliminaron barreras a la participación extranjera en los mercado accionario y de dinero, y se incorporaron nuevos instrumentos en este último mercado (Tesobonos y Ajustabonos). "También se reformó el mercado de papel comercial al eliminar el mercado extrabursátil, limar las asperezas del proceso de emisión y autorizar la primera agencia de calificación de riesgos crediticios. Además, las amplias reformas de diciembre de 1989 incluyeron la desregulación y simplificación de las operaciones de las sociedades de inversión, y permitieron que extranjeros fueran accionistas minoritarios en dichas sociedades y en las compañías que los administran" (*Carstens, 1993*). En opinión de Ramón Lecuona "la apertura del mercado de valores implicó abrir una nue-

22 Por el monto de los activos (cerca de 20 mil millones de dólares hasta mayo de 1962) y su peso en relación a la economía nacional (6.3 % del PIB), el proceso de privatización mexicana fue el más importante del mundo en desarrollo, antes de los procesos generalizados de Europa Oriental y la Unión Soviética, y (hasta esa época) el tercero en importancia mundial después de los de Nueva Zelanda de 1987-91 y Gran Bretaña de 1979-91, que involucraron al 14.1 % y 11.9 % del PIB respectivamente (*OECD, 1992*).

va fase de relación con la comunidad financiera internacional" (*Lecuona, 1996*).

Más adelante abordaremos los efectos que acarrearon estos flujos en el sector externo y el régimen cambiario, en las tendencias del consumo y el ahorro, así como en las finanzas públicas. Sin duda tienen un papel determinante en la maduración de la crisis, en su estallido y posterior desenvolvimiento. Acotemos en este momento únicamente que en el bienio 1989-1990 la inversión directa es aún mayoritaria frente a la de cartera (limitándose esta última al mercado accionario).

Volviendo a la dinámica de los precios, se observa que el descenso en el ritmo inflacionario prosiguió, si bien sin alcanzar las metas programadas. En 1989 la inflación es de 19.7 %, casi 30 puntos porcentuales menor que la del año precedente. Pero para 1990 se registra un repunte de 10 puntos porcentuales. Se trata de los síntomas iniciales de un temprano sobrecalentamiento del aparato económico, por demás precoz si se tiene en cuenta lo moderado de la expansión. En el fondo la incipiente recuperación económica -que por vez primera desde 1982 resultaba apenas mayor al crecimiento poblacional- estaba forzando la aparición de nuevos y viejos desequilibrios de raigambre estructural, y que se consideran en detalle en el siguiente capítulo. Como lo afirma Lustig "...no se consideró la posibilidad de que, en lugar de encontrarse en un proceso de transición hacia la modernización productiva, la economía mexicana estuviera enfrentándose a desequilibrios insostenibles" (*Lustig, 1995. pp. 377-378*).

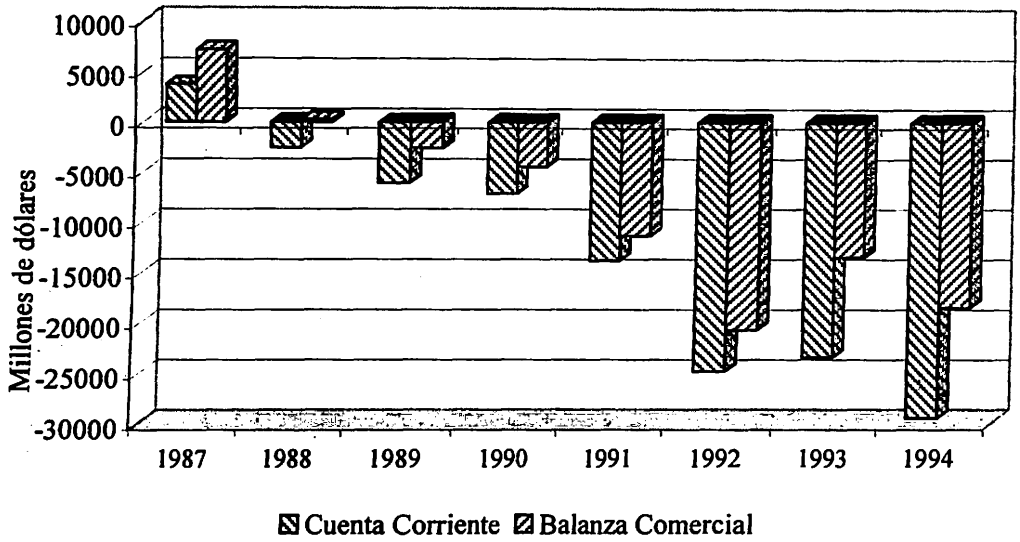
En mayo de ese año se había procedido a reducir el ritmo devaluatorio, disminuyendo el deslizamiento promedio diario a 80 ctvs. La medida -apegada al propósito antiinflacionario rector de la política económica- resultaba posible en virtud del margen de maniobra que permitía el proceso de renegociación de la deuda interna, pero vendría a fortalecer las tendencias a la sobrevaluación del peso, el cual a ese ritmo se depreciará nominalmente frente al dólar 11% anual. (*MacroAsesoría Económica, op. cit. p. XXIII*).

Por parte de las autoridades se insistiría en que, el comportamiento de las exportaciones indicaba la presencia de un tipo de cambio real, consistente con los propósitos de la política comercial. No obstante, "la creciente apreciación real del peso fue compatible con el crecimiento de las exportaciones, porque (éstas) se concentraron en las grandes empresas transnacionales productoras de bienes intensivos en mano de obra y en las maquiladoras, pero fue un factor que no pudieron remontar la mayoría de las empresas mexicanas dada la carencia de tecnología, sistemas de organización, mercadeo, cultura empresarial... ..Quienes promovieron la apertura y sostuvieron que la apreciación del peso no era un problema, creyeron que la capacidad y velocidad de ajuste de las empresas mexicanas eran mucho mayores de lo que en realidad resultaron" (*Lecuona, op. cit. p. 94*).

El comportamiento superavitario de las balanzas comercial y de cuenta corriente alcanzado durante el ajuste recesivo de 1983-1987, se había vuelto deficitario a partir de 1988 (Gráfica II.6). Opera aquí la supervivencia de la insuficiente capacidad del aparato industrial (específicamente el manufacturero) para generar divisas que financien la acumulación (rasgo inherente al patrón de acumulación sustitutivo de importaciones), agravada por la premura con la que se venía ejecutando la apertura comercial (vertiente fundamental de la transición a lo que se suele denominar modelo secundario-exportador) (*Fuji y Loría, 1996. p. 121*).[23]

23 "Se pretendió que en un tiempo muy breve y en un entorno mundial particularmente desfavorable, la manufactura mexicana rompiera el sesgo antiexportador que la caracterizó durante decenios, sin que existiera una política industrial activa para alentar las exportaciones y respaldar la producción interna".

Gráfica II.6
Cuenta corriente y balanza comercial 1987-1994



	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta Corriente	3752.5	-2520.6	-6050.6	-7113.9	-13788.7	-24800	-23399.2	-29419.4
Balanza Comercial	7189	272.1	-2595.8	-4433.5	-11329.7	-20677.1	-13476.5	-18463.7

En la perspectiva gubernamental el sobrecalentamiento obligaba a frenar el crecimiento y acelerar el camino de las reformas, en particular la apertura comercial y financiera. La reaparición del déficit externo se concebía como una restricción temporal, a saldarse con los ingresos de capital y superable conforme se fuera consolidando el perfil exportador de la economía; esto último tendría lugar con la renovación del aparato tecnológico, los incrementos en la productividad y el creciente cambio a favor de las exportaciones no petroleras. Nora Lustig describe la visión gubernamental en ese momento : "Una vez que las importaciones de bienes de capital y otros factores provenientes de la reforma estructural consolidaran la modernización productiva, la tasa de crecimiento de la productividad subiría, garantizando mayores exportaciones netas aun con el mismo tipo de cambio real. Durante la transición, las entradas de capital financiarían la brecha de la balanza de pagos" (*Lustig, op. cit. 1995. pp. 377-378*).

No obstante, mientras tal consolidación tenía lugar, la recuperación daba lugar a una elevación de la propensión marginal a importar lo mismo que el coeficiente de importación por unidad exportada, generando una creciente necesidad de divisas en condiciones de progresivo estancamiento de la capacidad de generación de excedente comercial (*Fuji y Loría, op. cit. 1995. p. 120-127*).

Esta creciente restricción externa pondría de relieve una de las principales debilidades del proceso de recuperación, la cual vendría a indicar la existencia de un elemento que se considera clave para entender la fragilidad del cambio estructural operado en la economía mexicana: la aparición de una sostenida tendencia hacia la reducción del ahorro interno y que, por consiguiente, acentuará los requerimientos estructurales de captación de ahorro externo:

> "..la evolución del nuevo modelo de desarrollo registra cierta inconexión entre la capacidad de crear una dinámica de crecimiento ...y la de formar el ahorro necesario para financiar dicho crecimiento....esto ha creado una creciente dependencia financiera externa para sostener el ciclo..., y ha mostrado la notable fragilidad del ahorro interno para garantizar el mantenimiento de dicho ciclo." (*Garrido*, 1995).

Y, aún más:

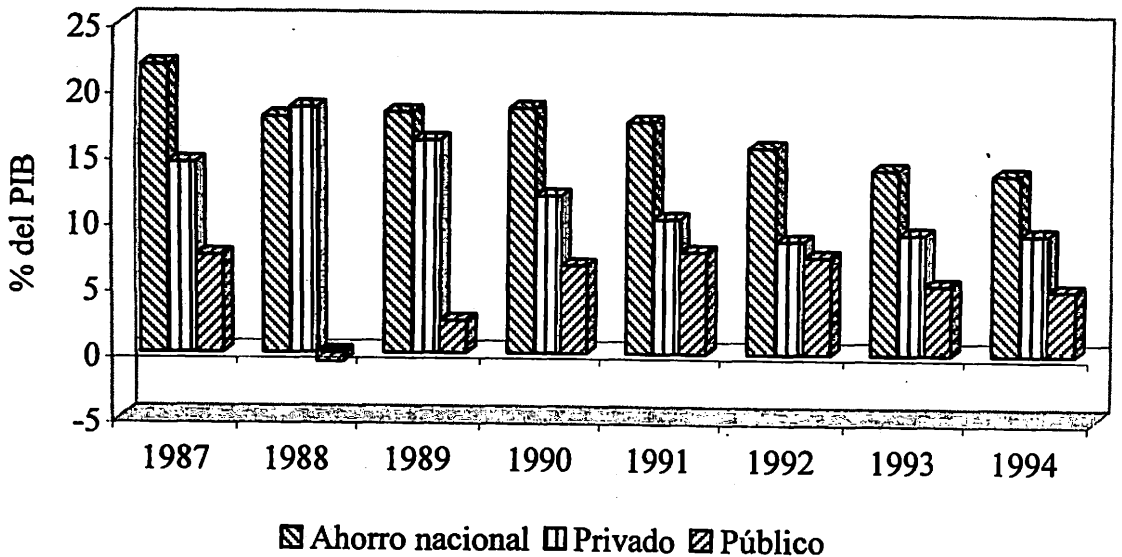
> "Ante un equilibrio fiscal, el déficit en el sector externo sólo puede compensarse con un déficit en el ahorro privado, es decir, con una provisión de ahorro foráneo para cubrir la brecha en cuenta corriente. En este sentido el ahorro privado del exterior no ha complementado sino compensado el desplome del ahorro privado interno" (*Goicoechea, 1996, p. 102*). Desde los años setenta la economía mexicana registraba una insuficiente generación de ahorro interno, que fue compensada con crecientes flujos externos; a raíz del estallido de la crisis internacional de la deuda en 1982, este componente se tornó negativo o al menos nulo, sin que su caída se viera compensada por el incremento en el ahorro interno, posible durante los años de 1983 a 1986, gracias al superávit en cuenta corriente y a la caída en la inversión fija bruta (*Ibid. p. 218*).

De acuerdo a estimaciones del FMI, entre 1987-1990, la tasa de ahorro nacional tuvo un deterioro, como porcentaje del PIB, de casi tres puntos porcentuales; la tasa de ahorro privado alcanzó su nivel más alto en 1988 para deteriorarse rápidamente a partir del año siguiente. En cambio, el ahorro público tiene en estos años un comportamiento errático, con un severo desplome en 1988, que vuelve incluso negativa su tasa , y los dos años siguientes se presenta una débil recuperación (Gráfica II.7)

La acusada reducción del nivel de ahorro se vio influido sin duda por la modalidad de desregulación financiera, que tuvo entre otras singularidades la de desviar la acumulación de capital al sector financiero e inmobiliario, cuyo crecimiento a lo largo de los años que estamos considerando excedió ampliamente al del resto de los sectores económicos (*Zedillo Ponce de León, 1997*),[24] además de expandir en general el crédito al sector privado, particularmente el destinado al consumo.

24 Como resultado de esta dinámica de crecimiento, la participación en el PIB de la gran división financiera e inmobiliaria pasó del 9 % del PIB en 1988, al 15 % en 1994.

Gráfica II.7
Ahorro en México 1987-1994



Fuente: *FMI, World Economic Outlook, mayo 1995, Cuadro 12, p.92.*

Con la finalidad de facilitar el acceso de los particulares al crédito, las reformas en el sector financiero liberaron tasas de interés, removieron controles crediticios y suprimieron requerimientos de liquidez bancaria. "La reforma clave...se llevó a cabo en el otoño de 1988, cuando las autoridades permitieron la emisión de aceptaciones bancarias sin restricciones cuantitativas. Esta reforma implicó la libre determinación de las tasas de interés y los plazos a vencimientos de las aceptaciones bancarias, (...) una liberalización de facto de las tasas de interés. Posteriormente, en abril de 1989, un amplio paquete de reformas financieras eliminó los controles restantes sobre tasas de interés y los plazos a vencimiento, tanto de activos como de pasivos bancarios; también se sustituyó el encaje legal por un coeficiente de liquidez de 30% de los activos de los bancos, el cual podría ser satisfecho mediante la tenencia de valores gubernamentales. (...) También se levantaron las restricciones de los préstamos al sector privado. Como resultado de todo lo anterior, la penetración financiera logró un progreso notable : medida por la razón M4/PIB, ésta pasó de 34.5 en 1988 a 43.7 en 1990. " (*Carstens, op. cit. pp. 944 y 946*).

Los factores mencionados se conjugaron con la apreciación del peso y el creciente poder de compra externo de la población, la cual cargaba con una demanda "reprimida" desde el fin del *boom* petrolero (*Lustig, op. cit. p. 377*).[25] Por otra parte, de acuerdo con diversos estudios, la caída en el ahorro interno pareció obedecer también a elementos consustanciales a la reforma fiscal puesta en práctica desde 1987,como los aumentos tributarios y la misma ampliación de la base gravable; en el mismo sentido habría sido el efecto de la disminución de subsidios y transferencias del sector público a particulares (otro aspecto relevante del ajuste fiscal y la reforma del Estado) así como el de la reducción del ingreso privado disponible en manos de tenedores de títulos, luego de la baja de las tasas de

25 La autora menciona también la "demanda acelerada", es decir aquella demanda de bienes importados hecha en previsión a que la apertura comercial fuese temporal, dado lo insostenible del déficit en cuenta corriente. Por lo mismo este factor tuvo presencia creciente hacia el final del ciclo, particularmente en la coyuntura de 1994.

interés de la deuda interna, a raíz de la renegociación de la deuda externa y la baja en la tasa de inflación (*Garrido*, op. cit. *p.225, Casillas, 1993*).[26]

4. La "desaceleración"

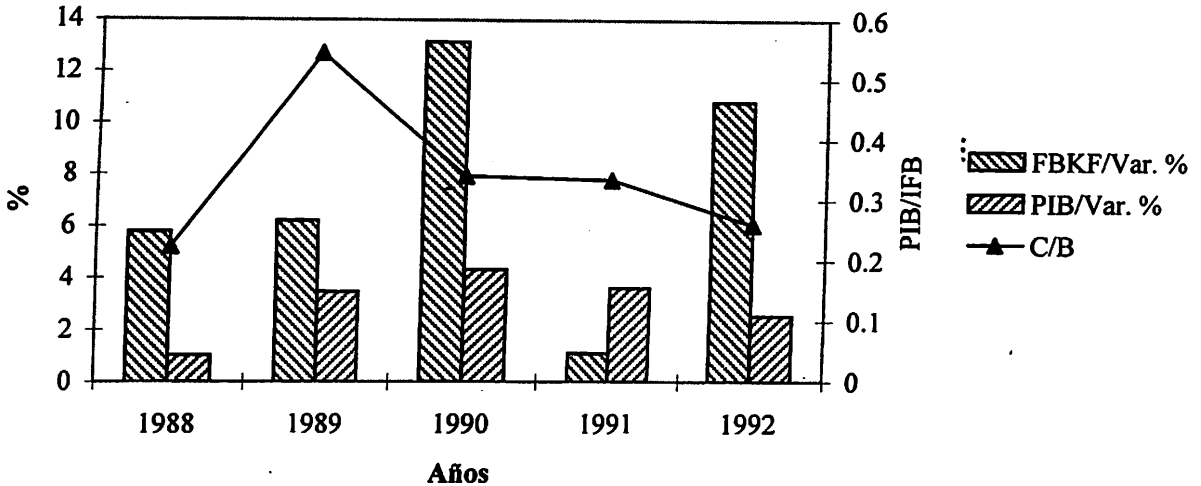
Como se señaló en un inicio y de acuerdo a las dinámicas del PIB y la inversión, se puede considerar que el año pico del ciclo es 1990, iniciándose en 1991 **la fase** que vendrá a ser identificada eufemísticamente como de "desaceleración" y que se extiende con características generales de **recesión** hasta el último cuarto de 1993. De hecho, si bien en 1990 se observan las tasas más altas de crecimiento de la inversión fija bruta y del PIB (13.1% y 4.4%, respectivamente) es a partir de ese año que se inicia un descenso en la eficiencia de dicha acumulación de capital para generar riqueza: el cociente PIB/IFB disminuye de un máximo de 0.54 en 1989 a 0.34, 0.33 y 0.26 los tres años siguientes (Gráfica II.8).

Los cambios en las tendencias de la acumulación y la producción que distinguen a esta fase del ciclo, parecen responder a la fuga de demanda que tiene lugar vía las crecientes importaciones que se generan desde las empresas y las familias, en el contexto ya explicado de apertura externa, sobrevaluación del peso, incremento del crédito y del consumo (*Brailovski, 1992*).[27]

26 Luis Casillas hace una presentación inicial de los determinantes en el comportamiento del ahorro interno en condiciones de apertura comercial y financiera.

27 Un tema a considerar es en qué medida la baja en la eficiencia de la inversión pudiera estar asociada también al hecho de que al parejo de la reinserción de la economía mexicana en el mercado mundial, haya tenido lugar un ajuste en las relaciones de valor, precisamente por haber ocurrido en el campo de los bienes comerciables una modificación de los parámetros nacionales/internacionales que definen el tiempo medio de trabajo necesario y por ende de los parámetros determinantes de la productividad del trabajo, ambos en la base de dicha relación social.

Gráfica II.8
Productividad de la inversión 1988-1992



Fuente: *EZPL. Tercer Informe de Gobierno, 1997: Anexos Estadísticos.*

Asimismo, la oferta exportable comenzará a resentir la recesión a la que ingresa la economía norteamericana a partir de 1990, y las economías centrales en general en 1992.[28]

Durante esta fase de declinación del ciclo se aceleran las reformas económicas, particularmente la privatización de empresas (en la que ocupa un lugar central la venta de la banca al sector privado), la apertura comercial (que se intensifica a fin de abatir el nivel interno de precios, ver *Lustig, 1994, op. cit. p. 78, nota 68*)[29] y la desregulación financiera. Con tales medidas se refuerza el desequilibrio comercial y de servicios, así como la atracción de capitales externos, tensionando los mecanismos de esterilización de divisas y el régimen cambiario. Todo ello pondría de relieve, en otro plano, la paradoja de que la economía mexicana accediera a nivel mundial al rango de mercado emergente, en momentos en que internamente la dinámica económica seguía una inflexión a la baja.[30]

Entre 1990 y 1993 el crecimiento anual del PIB pasó de 4.4% a 0.4%, el del Índice de la Inversión Fija Bruta de 12.18% a -3.97% y el del Volumen de la Producción Manufacturera de 6.1 a -1.5%. Pese a tal evolución el déficit en cuenta corriente acumulado entre 1991 y 1993 fue de más de 60 000 millones de dólares, mientras que en balanza comercial resultó mayor a los 35 000 millones de dólares. Los flujos externos en notable crecimiento saldan el déficit,

28 La economía norteamericana sale de la recesión en el primer trimestre de 1993 mientras que Europa lo haría hacia fines de ese año. El cambio de tendencia golpeará de manera más contundente a la economía mexicana en 1994: por el lado de los mercados financieros.

29 La efectividad de esta política en el corto plazo está a discusión.

30 Es ilustrativo traer a colación el caso de China que es la otra economía emergente líder, y que constituye el segundo gran polo de atracción de inversión mundial. Contrasta que el coloso asiático haya registrado -frente a las modestas tasas de crecimiento del PIB mexicano- ritmos anuales de incremento del PIB del orden del 10%. Ese comportamiento exitoso, además de responder a la diferente composición de la inversión extranjera (en una relación legalmente establecida de 1 dólar de directa por .70 ctvs de cartera), obedece a la fuerza misma del despegue económico que ha traído consigo la transición capitalista china.

pero revelan rasgos de un comportamiento altamente inestable: la inversión de cartera se vuelve dominante a partir de 1991, año en que opera la apertura del mercado de dinero; en particular los capitales que se dirigen a ese mercado tienen un crecimiento explosivo y un año después representan ya más del 60 % de la inversión de portafolio.

Al tiempo que se acentuaba el desequilibrio en cuenta corriente y crecía el componente especulativo de los flujos externos, la tasa de ahorro interno continuaba su deterioro, pasando de 18.7% del PIB en 1990, a 14.1% en 1993. Más grave aparece el problema en el ámbito privado donde disminuye de 12.1 % a 8.9%.

Las tendencias a la apreciación cambiaria se fortalecen en este periodo ya que durante 1991 el deslizamiento del peso se redujo a la mitad (40 ctvs promedio diario), lo que supondrá una devaluación nominal anual de tan sólo 5%. En noviembre de 1991 mediante el mecanismo de una banda de flotación de piso constante y techo al alza, el deslizamiento del tipo de cambio se redujo aún más (20 ctvs. promedio diario), y no será sino hasta octubre de 1992 que se retoma el ritmo de deslizamiento de 40 ctvs. promedio al día (*MacroAsesoría Económica, op. cit. p. XXXII*). Esta política de sobrevaluación del peso, además de ser soporte de la estabilización de precios y de permitir la obtención de financiamiento privado a bajas tasas, así como la captación de capital especulativo, en el plano político le permitía al régimen ofrecer un *boom* de consumo. En contrapartida se bloquearían canales de transmisión de la notable expansión del comercio exterior al crecimiento de la economía en su conjunto (*Lecuona, op. cit., p. 89*).

En síntesis, el esquema de estabilización conduce a una recesión, acentúa el desequilibrio de la balanza comercial y de cuenta corriente, deteriora el de por si bajo nivel de ahorro interno, tensiona los mercados de dinero y cambiario, propicia el predominio de las formas especulativas de capital externo y genera un sistema bancario de alta fragilidad. En contrapartida logra revertir el repunte inflacionario, llevando el INPC en 1993 a un incremento de 8.01%, el

más bajo en dos décadas, y eleva las reservas internacionales a finales de ese mismo año a la cifra récord de 26 500 millones de dólares.

5. El repunte fugaz y el estallido de la crisis

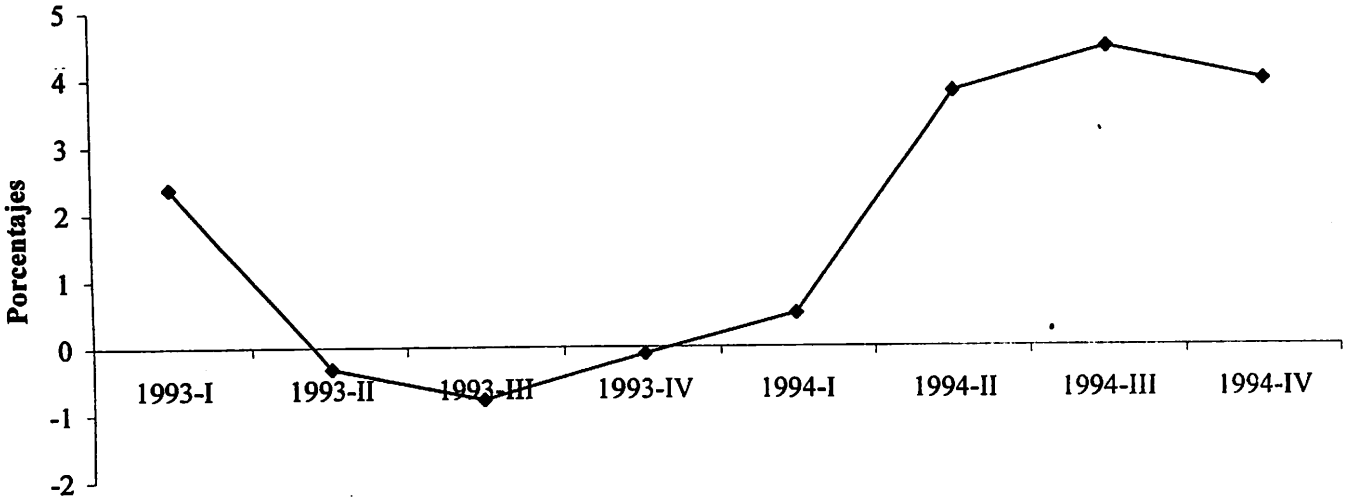
Pero para fines de 1993 la economía dejaba atrás la recesión y el escenario a futuro parecía promisorio: con la aprobación de la firma del TLC por el Congreso norteamericano en noviembre 17, se alejaban incertidumbres de corte financiero-especulativo, a la par de avizorarse francas expectativas de mayores flujos de capital, especialmente de inversión directa. Asimismo, la designación del candidato presidencial del PRI a fines de ese mismo mes despejaba incertidumbres sobre las líneas de continuidad gubernamentales, completando la visión optimista de que, una vez regulada a la baja de nuevo la inflación, se iniciaba el despegue económico definitivo y con él el ingreso al Primer Mundo.

Lo más profundo de la "desaceleración" de la economía había transcurrido durante el segundo y tercer trimestres de 1993 con crecimientos negativos de 0.3 % y 0.8%, respectivamente (Gráfica II.9). En el primer trimestre de 1994 se observa un cambio de tendencia en el ciclo, motivado en términos estratégicos por las oportunidades derivadas de la incorporación comercial al bloque norteamericano y, en términos coyunturales, por el incremento del gasto público y un nuevo repunte en los agregados monetarios (*FMI, 1995, p. 92*). Desde septiembre de 1993 se observa una aceleración del crecimiento anualizado de M1. Según el Banco de México, (1995), este "crecimiento extraordinario" se explicaría por el incremento en los costos a usuarios y deudores de los servicios bancarios que indujo a un mayor uso de billetes y monedas, en perjuicio de cheques y tarjetas. Conforme esta explicación tales factores "exógenos" indican que "las altas tasas de crecimiento de la base, tanto en términos reales como nominales, no reflejan una política monetaria laxa." Entre 1993 y 1994 el gasto público se elevó en términos reales en un 11 %, a partir de la reasignación de fondos no utilizados del presupuesto de 1993 y de generar el primer déficit presupuestal desde 1991. Como resultado de ello, los sectores más dinámicos del PIB en 1994 fueron construcción (6.4 %), electricidad (7.7 %) y servicios financieros e inmobiliarios (5.2 %), bastante adelante de la

industria manufacturera (3.6 %) a pesar de sus notables resultados en el frente exportador (más del 20 %). El producto bruto de los sectores manufactureros no exportadores como textil y de la confección, madera o alimentación declinaron o permanecieron estancados (*INEGI*, varias publicaciones).

Si bien el estallido de la rebelión indígena en Chiapas, constituirá un golpe político y altamente simbólico para el proyecto modernizador en su conjunto, no vendrá a alterar, en principio, este escenario de recuperación económica. Sí lo afecta en cambio el reflujo del "hot money" (visto en el capítulo anterior) y asociado fundamentalmente con la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de incrementar paulatinamente las tasas de corto plazo a partir del mes de febrero, para moderar las presiones inflacionarias generadas por una expansión que llevaba ya 8 trimestres, culminando así una década de tasas de interés descendentes. A partir de ahí la recuperación será impactada por el menor crecimiento en los flujos financieros internacionales, las reasignaciones de los portafolios de inversionistas y el alza de la tasa de interés a largo plazo en los países desarrollados, los cuales se adentraban en un nuevo ciclo de crecimiento.

Estas corridas del capital financiero aunadas a un contexto político que se torna súbitamente crítico, inciden sobre la recuperación en ciernes, agravando los desequilibrios generados durante las fases previas del ciclo, y agregando nuevos elementos de tensión que acabarán por conducir a la crisis de fin de año. En términos generales se podría afirmar que el ciclo de acumulación retoma un movimiento al alza en momentos en que el mercado financiero mundial se adentra en una contracción coyuntural y en que el sistema político se ve sacudido, además de la irrupción del factor Chiapas, por los asesinatos del candidato del PRI a la Presidencia de la República en marzo, y seis meses después, del Secretario General de ese mismo partido.



Fuente: *Indicadores del Banco de México, marzo 1995.*

El primer crimen desató un ataque especulativo y una fuga de 8 mil millones de dólares, poniendo de relieve la fragilidad del sector externo.[31] La respuesta gubernamental comprendió un paquete de medidas consistentes en: 1) elevar la tasa de interés de los Cetes de 8.81 a 16.25 (*Banco de México, 1995 p. 166*)[32] 2) dejar que el tipo de cambio tocara el techo de la banda de flotación, acelerando así el ritmo devaluatorio (*Dabat, 1995 p. 871*),[33] 3) recibir una línea de respaldo en swaps por 6 700 millones de dólares por parte de los Estados Unidos y Canadá, y 4) modificar el perfil y los plazos de la deuda interna.

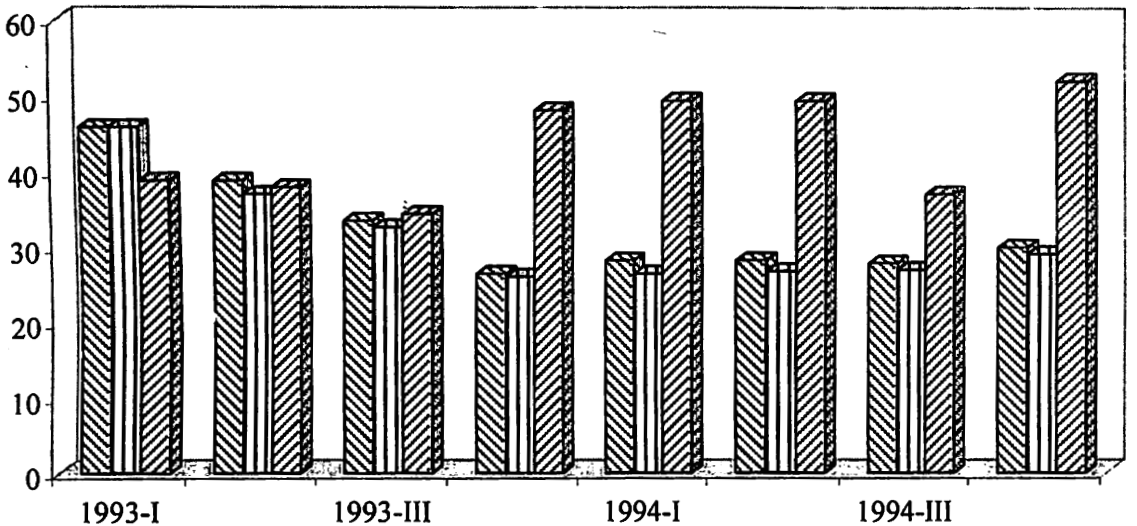
En adición a este paquete de medidas, la pérdida de las reservas internacionales fue contrarrestada con una política de aumento al crédito interno neto, a fin de mantener los niveles de liquidez de la economía y garantizar la continuidad de la recuperación. Cabe señalar que ya desde el último trimestre de 1993 se observaba un rápido crecimiento del financiamiento, a través de la banca de desarrollo y que prosigue durante 1994 (Gráfica II.10), lo que constituyó un importante factor de expansión de la demanda agregada (*FMI, 1995, p.94*).

31 Este reflujo no afectó a la inversión directa, la cual pasó de casi 4,400 millones de dólares en 1993 a casi 8,000 en 1994.

32 Al surgir presiones en el mercado cambiario, se dejó al tipo de cambio ascender dentro de la banda y...se adoptó una política monetaria restrictiva (...que) propició incrementos notables en el rédito. La TIIP se elevó de 10.8% a mediados de febrero a 22.1%. a mediados de abril y se mantuvo en niveles altos durante el resto del año en términos nominales y reales".

33 Esto implicaba una devaluación nominal de 12% (8% real). Uno de los principales factores que redujo la rentabilidad de la inversión extranjera de corto plazo (medida en dólares) en 1994, fue la devaluación implícita de la moneda mexicana a partir de marzo de ese año, cuando el Banco de México dejó de sostener la cotización artificial del nuevo peso de 3.1 por dólar, y permitió que se acercara a la banda superior de flotación establecida por el régimen cambiario (3.37 en abril y 3.47 antes del 19 de diciembre). Esto implicó una devaluación de hecho del 12 % nominal y 8 % real (descontadas las tasas de inflación mexicana y norteamericana) que afectó en esa proporción a la inversión externa en valores de moneda nacional.

Gráfica II.10
Crédito al sector privado 1993-1994
(Tasa de crecimiento a doce meses)



Crédito al sector privado Banca comercial Banca de desarrollo

Fuente: *FMI, "Factors behind the financial...", op. Cit., cuadro 13.*

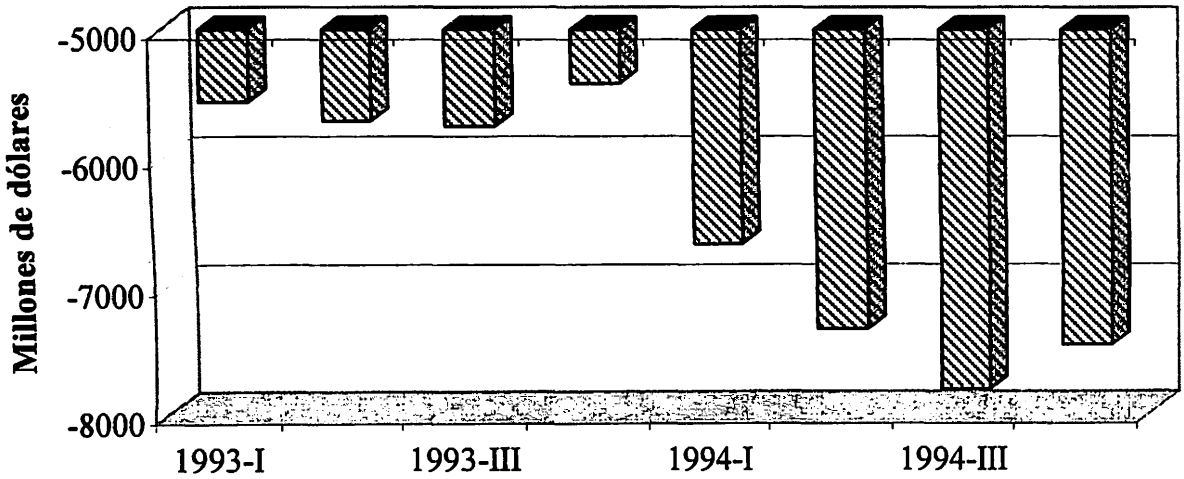
Esta política monetaria resultará incompatible con el régimen cambiario, ya que al incentivar la recuperación se generan mayores presiones en el sector externo, dada la dinámica de rápido crecimiento del déficit en cuenta corriente (Gráfica II.11).

El punto decisivo de la política económica adoptada en esta coyuntura se localiza en el cambio ocurrido en la composición y plazos de la deuda pública interna, al tener lugar un crecimiento espectacular de los Tesobonos (títulos nominados en pesos pero indexados al dólar a fin de cubrir el riesgo de un ajuste cambiario), lo que va a implicar una dolarización de la deuda interna, es decir una antesala de la posterior salida del mercado de dinero. Adicionalmente, de los 26 400 millones de dólares de Tesobonos colocados durante 1994, 17 mil serán con vencimiento a un año. Se instala así el dispositivo que conducirá a la crisis financiera.

Pero en lo inmediato, con estas medidas el gobierno contuvo la pérdida de reservas, estabilizando su monto en alrededor de 17 mil millones de dólares durante los siguientes seis meses (abril-octubre) al tiempo que proseguía la recuperación con tasas de crecimiento del PIB durante el segundo y tercer trimestre del año, de 3.8 % y 4% respectivamente. A su vez y pese a un primer impacto en el nivel de precios, la inflación retomó su tendencia a la baja, con lo que el programa estabilizador parecía renovar su eficacia.[34] Asimismo el resultado de las elecciones federales del 21 de agosto despejaba —se creía— buena parte de las incertidumbres políticas, favoreciendo la estabilización de los mercados. Ya desde ese mes se observa incluso un descenso significativo en la tasa de interés (Gráfica II.12).

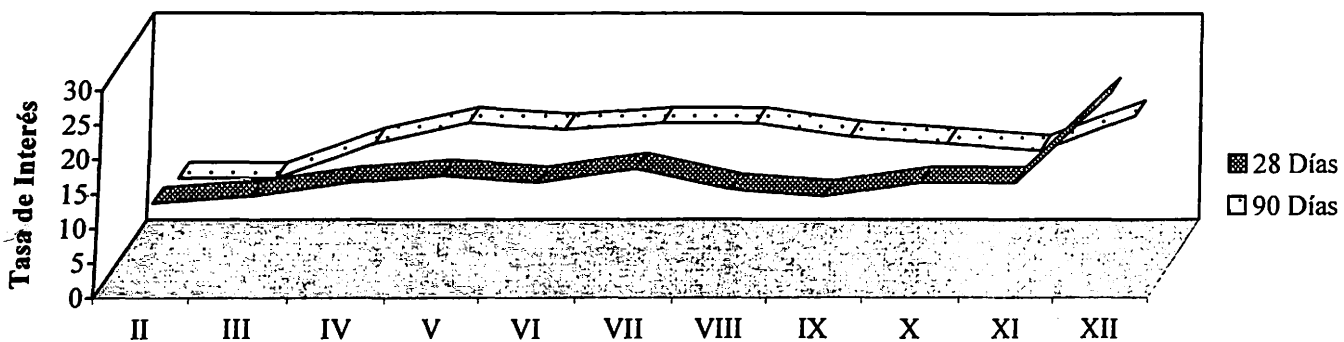
34 La inflación anual fue de 7.05 % en el año, la más baja desde 1973. De acuerdo con el Banco de México (*1995, p. 166*), las razones fueron que la apertura comercial impidió rigideces de oferta, permitió reducir márgenes de comercialización de los bienes importados con lo cual se limitó el impacto del deslizamiento del tipo de cambio. Asimismo aduce el manejo de una política monetaria antiinflacionaria, en la cual la emisión de Tesobonos/sustitución de Cetes permitió disminuir en 77 860 millones de nuevos pesos la circulación de papel gubernamental denominado en moneda nacional.

Gráfica II.11
Cuenta corriente 1993-1994



Fuente: *Banco de México*

Gráfica II.12
CETES, 1994
(Promedios mensuales de febrero-diciembre)



Fuente: *FMI, Estadísticas Finacieras Internaiconales, marzo de 1995*

Esta política monetaria se mantuvo durante el último trimestre del año, pese a que la tasa de interés en los Estados Unidos prosiguió su ascenso y no obstante la caída de reservas ocurrida a lo largo de los meses de octubre y noviembre. Al inicio de la nueva administración estas reservas se ubican en alrededor de 5,000 millones de dólares (cuarto trimestre de 1994), con lo que la crisis cambiaria está a la puerta. Basta una administración bisoña y un nuevo episodio de tensión política en Chiapas para hacerla estallar: la existencia de una cantidad de divisas insuficientes para garantizar el retiro de capitales lleva a las autoridades a intentar, el 20 de diciembre, un deslizamiento mayor del peso, elevando el techo de la banda de flotación en 15%. La respuesta de los mercados es una salida de 4 mil millones de dólares en las siguientes 48 horas. Ante la contundente reacción de la "comunidad financiera" las autoridades dejan flotar la moneda. El régimen cambiario y con él el programa estabilizador hacen finalmente crisis. Culmina el ciclo económico abierto a fines de 1987.

III. LA CRISIS MEXICANA

1. Novedad y naturaleza inmediata de la crisis

La crisis en diciembre de 1994 irrumpió como un suceso sorpresivo, que derrumbó en pocas horas una de las economías aparentemente más exitosas y seguras (*Vargas Mendoza, 1995*)[35] del mundo en desarrollo, que gozaba del más amplio respaldo del gobierno norteamericano y de las organizaciones financieras internacionales. Cierto es que lo inesperado de la crisis tuvo que ver con el secreto con el que la cúpula gubernamental manejó el deterioro acelerado de las cuentas externas a lo largo de 1994, pero también fue resultado de la complejidad del propio colapso económico, que si bien obedecía en lo inmediato a la imposibilidad de responder a compromisos internacionales y presentaba características comunes a crisis previas, se distinguía de ellas por responder a una nueva mecánica de gestación y desencadenamiento en condiciones internacionales y nacionales igualmente originales.

Los factores especulativo-cambiarios

En su naturaleza inmediata el colapso de diciembre de 1994 fue parecido a la crisis monetaria europea de 1992 o a la que actualmente está iniciándose (mediados de 1997) en Asia Oriental. La crisis de la economía mexicana obedeció a la sobreexposición (*Dabat, 1995*)[36] de esta última a la inversión especulativa, como resultado de cuatro años (Gráfica III.1) de crecimiento explosivo del índice de precios de la Bolsa Mexicana de Valores y de la capitalización bursátil (cerca del 100% real entre 1990 y 1993) que en conjunción con la sobre-

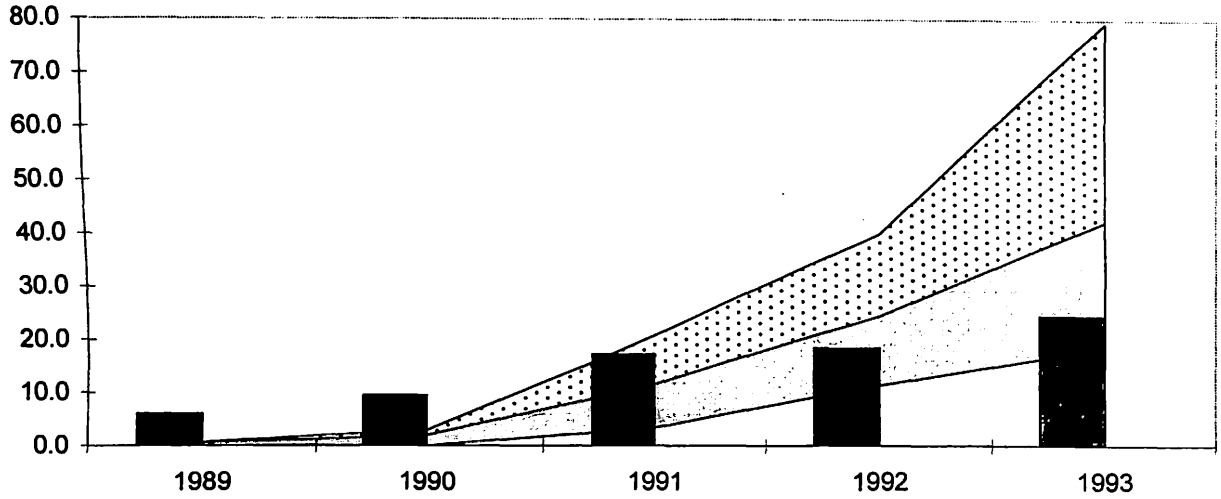
35 Ésta es la opinión de la revista Euromoney en diciembre de 1993. A fines de este año, las agencias calificadoras norteamericanas como Standard and Poor's y Moody consideraban la posibilidad de otorgar a México, como país, el grado de inversión.

36 "Sobreexposición" en el sentido de rebasar la capacidad de la economía nacional para asimilar tales volúmenes de inversión externa sin colocarse en condiciones de extrema vulnerabilidad. En ese sentido puede formularse, desde el punto de vista de la inversión, como "sobreinversión" de capital de cartera (exceso de inversión con relación a la capacidad de absorción de la economía).

valuación permitió una valorización en dólares del capital accionario externo del orden del 150 % con relación al monto de inversión. En lo que hace a las tenencias en títulos de deuda pública nominados en pesos, el 84 % estaba formada por instrumentos a corto plazo, básicamente Certificados de la Tesorería (Cetes) hasta 1993 y Bonos del Tesoro (Tesobonos) en 1994, cuando estos últimos emergieron como el principal instrumento utilizado por el gobierno para contener, en la primavera de 1994, el primer brote de crisis especulativa-cambiaria. Pero como ya se vio, el Tesobono agregaría a la volatilidad del Cetes el peligro adicional de su indexación al dólar, al guardar la posibilidad —de ocurrir una devaluación— de multiplicar su valor de rescate en pesos, tal y como sucedió.

A comienzos de 1994 el capital externo en acciones y títulos de deuda en moneda nacional alcanzaba un monto mínimo de 83 mil millones de dólares, poco más de cuatro veces las reservas internacionales del Banco de México, como puede verse en el Cuadro III.1.

Gráfica III.1
Inversión externa acumulada en valores mexicanos y reservas internacionales1988-1993
(miles de millones de dólares)



□ Títulos de deuda en m.n. ▨ Inversión en acciones ⊡ Capitalización en dólares ■ Reservas de México

Cuadro III.1

Inversión externa de cartera en pesos y reservas internacionales (enero de 1994)

(Miles de millones de dólares y porcientos)

Concepto	Valores en el mercado (mmd u$s)	Propiedad externa (mmd u$s)	Propiedad externa (%)
Acciones (capitalizadas en dólares) *	200.3	60.9	30.3
Títulos gubernamentales	38.7	21.9	56.5
Inversión total capitalizada	239.0	82.8	34.6
Reservas internacionales	28.0	-------	------

* Valores de mercado, incluyendo capitalización bursátil y revaluación del peso.

Fuentes: *Banco de México y Embajada de Estados Unidos en México*.

En esas condiciones la vulnerabilidad de la economía frente a ataques especulativos se volvió extrema por la conjunción de cuatro factores : a) una alta deuda externa privada; b) un sistema bancario interno extremadamente vulnerable (baja capitalización y alto endeudamiento externo, graves problemas de cartera vencida); c) un entorno monetario extremadamente líquido, resultado de la sobreexpansión del crédito; y d) un régimen legal excepcionalmente liberal, determinado por la carencia de instrumentos específicos de regulación a las entradas y salidas de capital (*FMI, 1995, pp.14-15*).[37]

Entre 1989 y noviembre de 1994 el total del endeudamiento externo del sector privado se había elevado de 13 mil a 51 mil millones de dólares (*OECD, Estudio*) la gran mayoría en emisiones de títulos de renta fija a largo plazo (promedio de vencimiento cercano a los cinco años) nominados en dólares (*Vargas Mendoza, 1995*). Esta deuda se dividió en partes casi iguales : crédito directo concedido a unos sesenta grandes grupos y empresas privadas nacionales, e indirecto (canalizado a través de la mediación de la banca mexicana) que se distribuyó hacia una mayor cantidad de empresas. Si bien este tipo de inversión de cartera no presenta la alta volatilidad de las formas de inversión consideradas anteriormente (instrumentos en

37 Países como Chile, Colombia, Brasil, Malasia, Tailandia, Indonesia o Filipinas contaban con disposiciones más restrictivas que México.

pesos a corto plazo y acciones) agravó considerablemente la vulnerabilidad del núcleo más concentrado y competitivo del sector empresarial mexicano.

En lo que hace a la liquidez del sistema monetario interno, ésta obedeció al elevado y creciente nivel de expansión del crédito y al sobreendeudamiento del conjunto de los sujetos económicos (empresas, familias y la propia banca) en una coyuntura cambiaria y financiera que requería más bien de medidas monetarias restrictivas para elevar el costo de salida del capital.[38] La relación entre el endeudamiento y el PIB había pasado de 20 % en 1989, a un alto nivel de 43.3% en 1993 y de 55.3 % en 1994, al tiempo que crecía la cartera vencida (*OECD, 1995*).[39] Al elevarse así la volatilidad general del sistema financiero, se favorecía la posibilidad de que el propio capital nacional abandonara rápidamente el país sin mayores costos financieros.

Devaluación y tipo de crisis

La crisis especulativa-cambiaria se convirtió en financiera como resultado de la macrodevaluación del peso[40] y el proceso inflacionario resultante.

38 Para autores como Guillermo Calvo, ésta habría sido la principal causa de la crisis. Se trata de un factor, que aunque incongruente con un manejo adecuado de la coyuntura cambiaria y financiera, se explica por necesidades políticas en un año de elección presidencial, o la precaria situación del sector bancario situado ya en el umbral de la crisis de cartera vencida (que muy probablemente se hubiera colapsado anticipadamente dentro de un medio monetario restrictivo).

39 Antes de la crisis de diciembre, la cartera vencida de la banca comercial alcanzaba ya al 100 % del capital de la misma, y sus reservas para atender a eventuales pérdidas sobre préstamos cubría sólo la mitad de estas últimas.

40 Se utiliza el concepto "macrodevaluación" como sinónimo de sobredevaluación, en el sentido de nivel exagerado e innecesariamente altò de depreciación del peso mexicano, que podría haber sido reducido a términos mucho más controlables, por medio de un mejor manejo de las políticas internas y una llegada más expedita del paquete internacional de rescate.

La devaluación significó una drástica modificación de la relación de precios, tanto entre la economía nacional y la internacional como internamente de los precios de la fuerza de trabajo, del dinero (Ver Cuadro III.2) y demás precios clave. Incluyendo el último mes de 1994, la caída del valor internacional del peso hasta fines de 1995 superó al 110 %, en su mayor parte (90 %) entre diciembre de 1994 y marzo de 1995. Como puede verse en el cuadro mencionado, los precios internos de bienes y servicios fueron contenidos por el ajuste monetario y fiscal del primer trimestre de 1995 y se situaron bastante por debajo del nivel devaluatorio (52 %) aunque muy por encima del incremento nominal de salarios, inferior al 20 %. En cuanto al precio del uso del dinero, mientras la tasa interbancaria se alineaba a la inflación, las tasas activas al público y la empresa se situaron inicialmente por encima del 100 %, para caer al nivel del 60-70 % a mediados de 1995 y promediar 69 % en el año. Los cambios en la relación internacional y nacional de precios aceleraron la quiebra del sistema bancario, provocaron un drástico traslado de valor desde el trabajo al capital, arruinaron temporalmente a la endeudada clase media, indujeron otra profunda reestructuración de la empresa y el capital nacional, y llevaron a un drástico cambio en la dinámica comercial y financiera del sector externo de la economía mexicana.

Cuadro III.2

Cambios de la estructura mexicana de precios relativos 1994-1995

Concepto	Precios relativos 1993	Precios relativos 1994
1 Devaluación del peso frente al dólar (Promedio anual)	100	189
2. Inflación interna (Δ anual de precios al consumidor)	100	152
3. Aumento salarial industrial medio (Promedio manufactura y construcción)	100	114
4a Δ tasas de interés interbancarias [a] (Promedio anual TIIP)	100	228
4b Δ tasas de interés activas [b] (Promedio anual tarjeta de crédito Bancomer)	100	298

Fuente:: Líneas 1- 4ª: Zedillo, E. *Tercer Informe de Gobierno 1997*, Anexo Estadístico . Línea 4b: Cálculo propio.

El papel central de la devaluación en el desencadenamiento de la crisis no implica considerarla razón original de la misma, como afirmaron los que la atribuyeron al "error de diciembre" (versión salinista del colapso) confundiendo devaluación con crisis y consecuencias con causas. En ese sentido, la idea de que ella pudo sortearse evitando la devaluación carece de sustento. Lo que en todo caso teóricamente se pudo intentar fue administrar un tipo diferente de crisis, remplazando el expediente *devaluatorio-contractivo-inflacionario* por uno *contractivo-no-devaluatorio-deflacionario*, sustentado en el elevamiento de la tasa real de interés al nivel necesario para desincentivar y frenar la salida de capital (*Dornbusch y Werner, 1994*).[41] Pero la crisis deflacionaria resultante no habría sido menos recesiva, habría favorecido más a los sectores financieros que al sector exportador y hubiera dado lugar a una crisis social, más centrada en el desempleo abierto que en la caída del salario real. Pero situada la economía mexicana en el umbral de la crisis, la alternativa deflacionaria hubiera demandado seguramente la imposición de tasas exorbitantemente altas de interés que, por su propia magnitud, podrían haber provocado una mayor fuga de capital y, a la larga, una devaluación aún mayor y en condiciones todavía más desfavorables.[42]

41 Éste fue el sentido de la crítica a la devaluación, formulada por economistas vinculados al Banco Mundial y el FMI como Jeffrey Sachs (ver *The Financial Times, enero, 1995*) o por Guillermo Calvo en varios trabajos (*Calvo, 1994*).

42 Según la teoría de la racionalización del crédito de Stiglitz y Weiss,("Credit rationating in markets with imperfect information") los prestamistas tienden a eludir situaciones que ofrecen tasas de interés exorbitantes en la medida en que evidencian por sí mismas la desesperación del prestatario.

Los efectos diferentes de ambos tipos de recesiones pueden encontrarse en experiencias recientes, como la crisis europea de 1992[43] o la generada en América del Sur por el "efecto tequila" en 1995. Los países que lograron evitar la devaluación utilizando expedientes contractivo-deflacionarios como Francia o Argentina,[44] cayeron en recesión, con el agravante de que no eliminaron los desequilibrios generados por el precio artificialmente alto de la moneda nacional.

El papel del endeudamiento externo

Cuestión muy importante en la mecánica de la crisis, es la reaparición de problemas agudos de deuda externa, planteados por el reembolso de Tesobonos en el primer trimestre de 1995, y el incremento del servicio de la deuda pública y privada. Pero la causa de la crisis tampoco radicó aquí. En realidad, al igual que la devaluación, el reavivamiento de la problemática del endeudamiento externo fue consecuencia de la crisis.

El servicio de la deuda adquirió relevancia después de la devaluación, cuando se multiplicó el costo externo e interno de las

43 La crisis especulativa-cambiaria eruropea de 1992 afectó a por lo menos ocho países, de los cuales siete devaluaron sus monedas nacionales, mientras Francia evitaba hacerlo recurriendo a una política contraccionista muy dura que no la libró de la recesión. El caso contrario fue el Reino Unido, que devaluó en un 20 %, salió más rápidamente de la crisis y pasó a ser el país de mayor crecimiento de Europa Occidental después de Irlanda, favorecido por el incremento de la competividad de sus exportaciones. (Para los datos macroeconómicos, *FMI, Perspectivas de la economía mundial*).

44 La crisis argentina fue el resultado de la difusión del efecto tequila en una economía latinoamericana que atravesaba por problemas similares a los mexicanos (sobrevaluación de la moneda nacional, sobreexposición a las modalidades más volátiles de la inversión de cartera, creciente déficit comercial, inexistencia de un régimen regulatorio adecuado etc.). También fue desencadenada por el reflujo de la inversión de corto plazo. Pero su mecanismo de transmisión no fue la devaluación, sino una brutal contracción monetaria y fiscal que provocó una recesión casi tan profunda como la mexicana y de mucho mayores efectos sobre el nivel de empleo, sin contar con las ventajas de la devaluación para el sector exportador y la mayor parte del aparato productivo.

obligaciones internacionales sin que el país contara con reservas de divisas para afrontarlos. El problema con los Tesobonos fue principalmente cambiario, y no tanto de reembolso de los mismos (ya que era en pesos) sino de insuficiencia de reservas de divisas para atender a la demanda de dólares de inversores externos que abandonaban el país tras liquidar sus títulos. En términos de su origen, tanto la emisión masiva de Tesobonos como la recepción del posterior paquete de rescate, no tuvieron lugar para afrontar el servicio normal de la deuda, como fue caso del recurrente endeudamiento de los ochenta, sino para sustituir un tipo de deuda por otra[45] o para recomponer divisas.

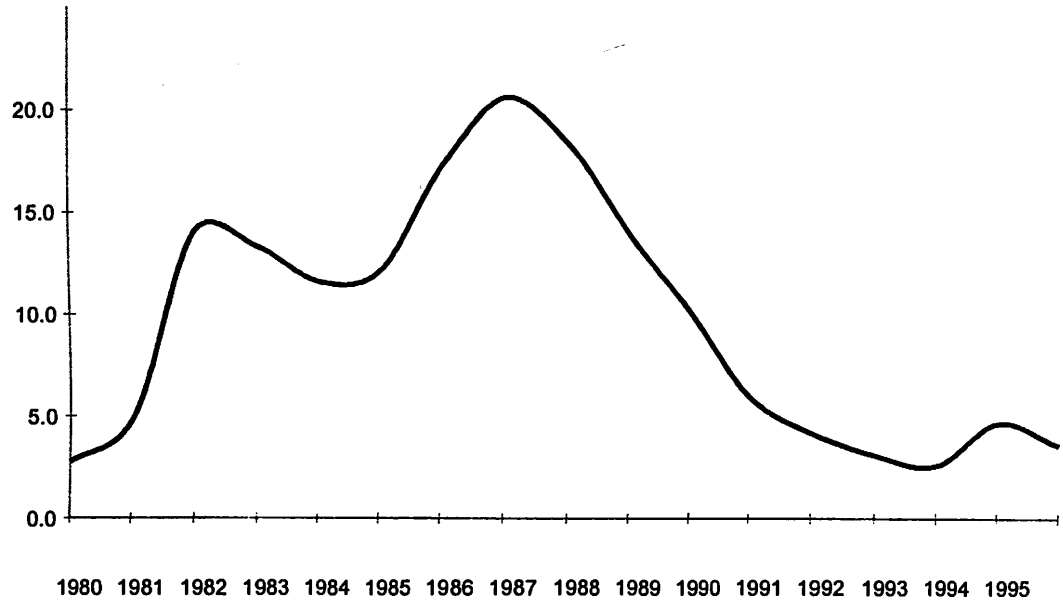
Pero el problema del servicio de la deuda externa nunca llegó a tener dimensiones equiparables a las de los ochenta (Gráfica III.2) y salvo en la coyuntura del primer trimestre de 1995, fue un problema relativamente secundario, que no planteó problemas serios de pago.[46] Esto puede verse claramente considerando por separado la deuda pública y privada.

45 Como se vio en el capítulo segundo, el crecimiento explosivo de la emisión de Tesobonos no implicó un crecimiento significativo de la deuda pública interna, porque no hizo otra cosa que sustituir unos instrumentos de deuda por otros. De fines de marzo de 1994 a fines de agosto del mismo año su emisión se elevó de 3,000 mil millones de dólares a 18,000, mientras que los Cetes en circulación caían en 15,000 mil millones de dólares. Lo mismo sucedería en el salto final de octubre-diciembre (suma adicional de unos 7,000 de los primeros y caída equivalente de los segundos, *Banco de México, Informe Anual 1994*). Pero también, básicamente, en la sustitución ulterior de Tesobonos por los créditos en dólares del gobierno norteamericano y el FMI incluidos en el Paquete de Rescate.

46 La diferencia con lo sucedido a este respecto en la crisis de 1981-1982 es notoria. Mientras que el pago de intereses pasó de 3.7 millones de dólares en 1979 a 6.1 en 1980, 9.5 en 1981 y 10.2 millones en 1982 -un crecimiento de cerca del 300 % en tres años- en la crisis reciente el pago pasó de 9.6 % en 1992, a10.9 % en 1993, 11.8 % en 1994 y 13.5 % en 1995, con un incremento del 42 % en los cuatro años, menos de la mitad del incremento observado en ese mismo periodo en las exportaciones totales.(Banco de México, Balanza de Pagos).

Gráfica III.2

Intereses de la deuda externa en relación al PIB 1981-1996 (porcientos)



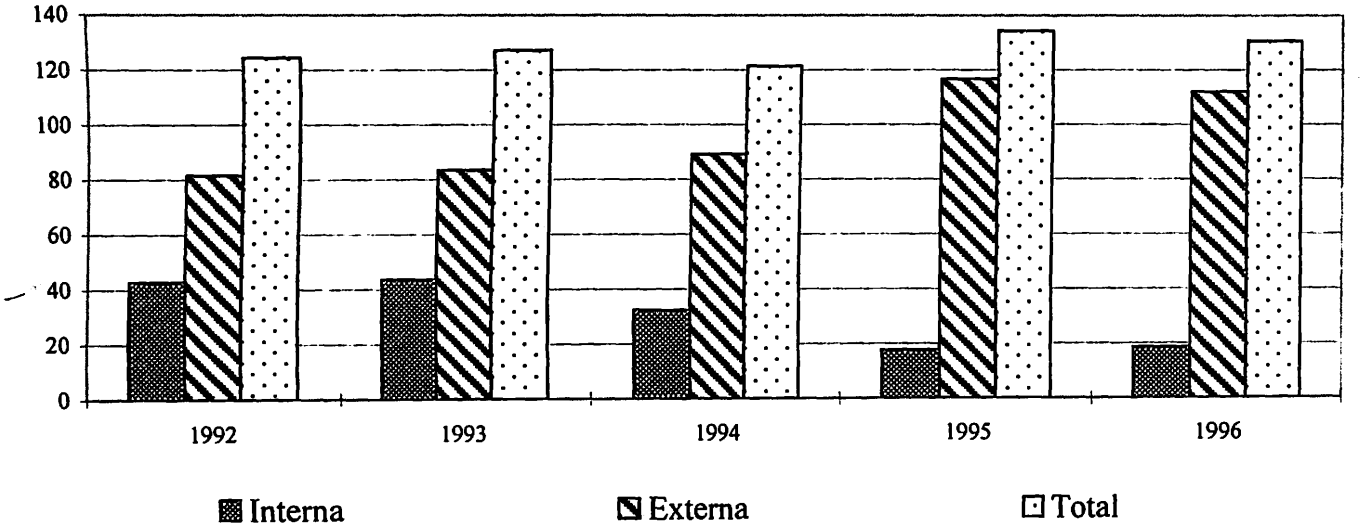
Fuente: INEGI y SHCP.

Para la deuda pública, el impacto de la crisis se tradujo en 1995 en un incremento del 30 % de la parte externa de la misma (27 mil millones de dólares incluyendo los compromisos del Banco de México con el FMI), y un porcentaje mayor en términos internos por efecto de la devaluación. Pero ese aumento vino a ser compensado en gran parte por el reembolso de los Tesobonos, de modo tal que la suma de las dos no se tradujo en un cambio demasiado grande en el monto de endeudamiento total (Gráfica III.3) y que como se verá en el capítulo IV, disminuirá en 1996 como resultado de reembolsos del paquete de rescate. Las comparaciones internacionales indican que la magnitud del endeudamiento público de México alcanzó un nivel relativamente moderado[47] aún en 1995.

En lo que hace a la deuda privada, incluida la bancaria, y en la que descansa el reendeudamiento externo de los noventa, 1995 fue un año de reducción de 6 % de los empréstitos como resultado de la paralización de las corrientes internacionales de financiamiento y refinanciamiento. Para el sector privado mexicano esto significó el fin del crédito barato, la hora de pagar y el drástico incremento del costo en pesos del servicio de la deuda. Ello planteó efectivamente un gravísimo problema de deuda externa que vino a resolverse no tanto por la quiebra, paralización o giro comercial de las empresas, como aconteció en los ochenta, sino por un salto en la internacionalización de la gran empresa nacional a partir de procesos como ventas de activos y derechos de propiedad al capital transnacional (bancos, empresas de comunicaciones como Iusacell o Univisión, o cadenas comerciales como Cifra), asociaciones estratégicas (telefonía, televisión directa, afores, ferrocarriles) o por el retorno bastante antes de lo esperado a los mercados internacionales de capital (colocaciones de Cemex, IMSA, Gruma, Desc, Comerci, Corvi etc.). (*Valner y Rodríguez*, 1997; *Cervantes y Vargas*; *Basave Kunhardt, 1996*).

47 Según cifras del FMI, la deuda pública neta en relación al PIB de Estados Unidos (57 %), Canadá (98 %), Alemania (48 %), Italia (114 %) o la mayoría de los países industriales excepto Japón y el Reino Unido, era en 1995 superior a la de México (45.5 % del PIB). *Perspectivas de la economía mundial, octubre de 1995.*

Gráfica III.3
Deuda pública de México 1992-1996. Composición y totales.
(Miles de millones de pesos)



Se trata de salidas que operaron conjuntamente con lo que en los ochenta fue el principal mecanismo de salvataje, la reestructuración de pasivos con apoyo gubernamental, entonces por la vía del FICORCA y en la actualidad por el rescate de la banca y los concesionarios de carreteras.

2. Las condiciones estructurales

El apartado anterior destacó los elementos cambiarios y financieros presentes en la gestación y desencadenamiento de la crisis. Pero bajo dichos elementos operaron factores estructurales referidos a las condiciones de la reproducción del capital y de la inserción internacional de la economía mexicana. Tales factores pueden sintetizarse en dos cuestiones entrelazada: a) La tendencia al desequilibrio comercial ; b) La tendencia a la sobrevaluación cambiaria.

La tendencia al desequilibrio comercial

El creciente déficit de cuenta corriente constituyó uno de los principales factores de la generación del principal desequilibrio financiero-cambiario que condujo a la crisis (desproporción entre el monto de la inversión especulativa y la reservas internacionales de divisas) al hacer de la entrada masiva capitales de corto plazo el mecanismo de saldo de la balanza de pagos. Pero el incremento del déficit de la cuenta corriente en 1994 coincidió prácticamente (cinco mil millones de dólares) con el de la balanza comercial, como resultado de un crecimiento muy grande de este último, que excedió en 37 % al de 1993 y que superó en veinticinco veces al leve incremento de 200 millones de dólares en el pago de intereses de la deuda externa.[48] El incremento del déficit comercial no puede desvincularse de la reactivación económica que siguió a la recesión de 1993, con su consi-

48 El incremento de los egresos netos por pagos de intereses, resultó de la diferencia entre un incremento de egresos netos de 900 millones y un incremento de ingresos brutos del 700 millones (Banco de México, Balanzas de Pagos de 1993 y 1994). Al respecto cabe señalar que los ingresos percibidos por el país por inversiones mexicanas en el extranjero, continuaron creciendo el año de la crisis a ritmos más rápidos que los salidos del país en pago a inversores extranjeros.

guiente reducción de la demanda de importaciones. Pero excedió completamente a lo esperado por el comportamiento récord de las exportaciones de mercancías en el primer año de vigencia del TLCAN y la paralela depreciación relativa del peso (descenso de aproximadamente 8 % de la sobrevaluación cambiaria). Lo descrito puede observarse en la Gráfica III.4.

Tras el breve paréntesis generado por la recesión de 1993, el déficit alcanzó su máximo en 1994, a pesar de que se presentaron condiciones que en teoría debieron atenuarlo, como el crecimiento muy fuerte de las exportaciones y el papel moderador de las importaciones que debió jugar el comportamiento del tipo de cambio. Pero lo que sucedió en 1994 fue una aceleración del crecimiento de las importaciones de mercancías a tasas muy superiores a las de la media de los cuatro años anteriores años (21 % contra 14 %), que excedió ligeramente al de las exportaciones manufactureras (20 %) y en tres puntos más a las exportaciones totales (17 %). El déficit resultante así como su origen sectorial, se muestran en el Cuadro III.3.

Cuadro III.3

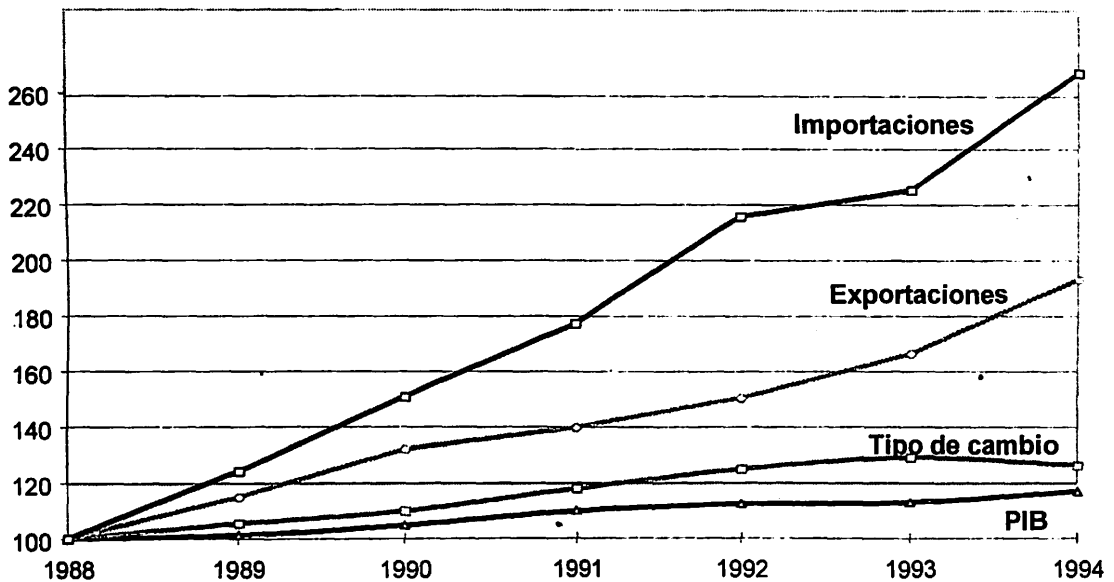
Monto y origen sectorial del incremento del déficit comercial 1993-1994

(miles de millones de dólares)

Sector productivo	Saldo 1993	Saldo 1994	Incremento 93-94
Total	-13480.5	-18463.7	-4983.2
Agropecuarias	-128.8	-643.0	-514.2
Extractivas	6373.6	6556.3	182.7
Petróleo	6485.3	6624.0	138.7
Otras	-111.7	-67.7	44.0
Manufactura	-19069.5	-23349.6	-4280.1
Maquiladora	5995.9	6687.4	691.5
No Maquilador	-25065.4	-30037.0	-4971.6
Otras	-655.9	-977.5	-321.6

Fuente: *Banco de México, Balanza de Pagos, 1993 y 1994.*

Gráfica III.4
Importaciones, exportaciones, PIB y tipo de cambio 1988-1994 (1988=100)



Fuente: capítulo dos, cuadros .

El incremento del déficit comercial en 1994 estuvo centrado así en los sectores manufacturero (no maquilador en particular) y agropecuario, con déficits sectoriales crecientes de cinco mil y quinientos millones de dólares respectivamente. Pero probablemente más importante (dada la relación existente entre el sector manufacturero no-maquilador deficitario y los sectores maquilador y petrolero superavitarios) fue el debilitamiento ese año del papel compensatorio cumplido por estos últimos. El petrolero padeció una reducción absoluta del superávit sectorial de 51.3 millones de dólares menos que en el ya declinante saldo de 1993 (*INEGI*).[49] El sector maquilador a su vez, frena el ritmo de crecimiento del excedente comercial dado el menor incremento de las exportaciones (20.2 %) con relación a las importaciones (23.5 %), lo que implicó una reversión de la tendencia predominante de años anteriores,[50] en un sector caracterizado por un bajísimo nivel de integración nacional.

En el sector manufacturero pueden advertirse patrones diferentes en lo que hace al incremento de las importaciones y del déficit comercial. En lo que se refiere al primero, el 61 % del incremento absoluto de las compras manufactureras al exterior (7,815 miles de millones de dólares) se da en el grupo más trasnacionalizado y de mayor capacidad exportadora (maquinaria y equipo metalmecánico y eléctrico-electrónico) [51] que también concentra de tiempo atrás el grueso de las importaciones del sector (58 % en 1994). En cambio,

49 Las exportaciones petroleras de 1994 permanecen prácticamente al mismo nivel de 1993, que a su vez habían sido un 10 % inferiores a las de 1992. El monto de las exportaciones de 1994 son el resultado de un incremento del 2 % en las ventas de petróleo crudo, una caída del 24 % (175 millones de dólares) de las de productos derivados y un nivel de ventas externas del sector petroquímico similar al de 1992 (263 millones de dólares).

50 Entre 1988 y 1993, la dinámica media de crecimiento de exportaciones e importaciones maquiladoras había sido de 22 y 20 % respectivamente.

51 Tanto la producción metalmecánica como la eléctrica y la electrónica de equipo, son incluidas en un mismo grupo por la presentación más general que efectúa el INEGI de la estadística comercial mexicana, sin desagregar la categoría de un dígito (numeral 7) de la Clasificación Unificada del Comercio Internacional (CUCI). El nuevo contexto tecnológico-industrial requiere que la presentación estadística sea más desagregada, para poder seguir.

en lo referente al incremento del déficit, el aumento exhibido por el principal grupo exportador-importador fue relativamente moderado: 11.5 %, contra una media manufacturera de casi el doble. Esta situación se explica por la dinámica más exportadora que importadora del grupo (24.6 contra 21.9 % respectivamente) traducida en la tendencia relativa hacia la reducción del tamaño del déficit.[52]

Cuadro III.4
Montos y porcentajes de crecimiento de importaciones, exportaciones y saldos comerciales negativos de grupos manufactureros: 1993-1994 (millones de dólares y porcientos)

Grupos manufactureros	Part. %	ΔM	%	ΔX	%	ΔSN	%
Sector manufacturero (total)	69.4	12855.0	20.9	8575.0	20.2	4280.0	22.4
A. Altamente exportador-importadores	69.0	9090.0	21.4	8575.0	24.0	1326.0	13.5
Prod. metálicos, maquinaria y equipo	58.4	7815.0	21.9	6972.0	24.6	843.0	11.5
Alimentos, bebidas y tabaco	5.4	633.0	18.9	306.0	19.2	327.0	18.5
Textiles, vestido y cuero	5.6	642.0	18.2	1644.0	17.5	156.0	20.8
B. Más altamente importadores	19.7	2747.0	23.1	764.0	14.3	1983.0	30.3
Química	7.8	962.0	19.8	413.0	17.6	549.0	21.9
Papel imprenta e industria editorial	4.1	673.0	28.4	-101.0	-15.3	774.0	45.4
Petroquímica	1.0	158.0	26.3	49.0	22.4	109.0	28.2
Siderurgia	5.3	618.0	18.7	136.0	9.7	482.0	25.2
Otras industrias manufactureras	1.5	336.0	45.0	267.0	37.2	69.0	246.4
C. Baja y moderadamente exportadores	11.0	1017.0	14.0	47.0	1.1	970.0	36.1
Industria de la madera	0.9	124.0	21.7	12.0	2.3	112.0	
Derivados del petróleo	1.7	-93.0	-6.8	-175.0	-24.3	82.0	12.5
Productos plásticos y caucho	5.3	569.0	16.7	59.0	5.9	510.0	21.3
Otros prods, minerales no metálicos	1.4	190.0	23.2	90.0	8.0	100.0	-32.8
Minerometalurgia	1.6	227.0	23.5	61.0	6.0	166.0	-293.5

Observaciones: El cuadro incluye sectores no maquilador y maquilador. La subcolumna [Pa %] indica participación porcentual de las importaciones del grupo en las importaciones manufactureras totales (año 1994). Las subcolumnas [Δ] los montos de incremento 1993-1994 de cada variable en millones de dólares. Las subcolumnas [%] indican relación porcentual entre [Δ] 1993-1994 y montos del año 1993 para cada variable.
Fuente: Construido con datos de INEGI. *Estadísticas del Comercio Exterior de México.*

52 Conforme se desprende de las Estadísticas de Comercio Exterior suministradas por INEGI, la relación entre el déficit comercial y las exportaciones del sector no maquilador del grupo se redujo fuertemente en 1992, 1993 y 1994 de 1.75 a 1.25 y 1.14 respectivamente, a diferencia de lo sucedido con los grupos manufactureros restantes excluidos textil-vestido y alimentación, en los que esa relación tendió a subir.

Más de dos terceras partes del incremento del saldo negativo (2,953 de 4,280 millones de dólares) tuvo un origen diferente al que abasteció a más de la mitad de la demanda de importación (grupo de maquinaria y equipo), proviniendo de los grupos de muy alto dinamismo importador (categoría B del cuadro) y de baja o moderada dinámica exportadora (categoría C). La parte principal del déficit se localizó en la categoría B que incluye ramas fuertemente importadoras-exportadores con escasa o nula tendencia a la reducción del déficit (químicos, papeleros, petroquímicos, siderúrgicos, otras industrias) y que a pesar de significar menos del 20 % de las compras externas, concentran el 44 % del déficit sectorial. La otra categoría que también contribuyó significativamente al déficit sectorial fue la de baja y moderada dinámica exportadora (23 % del déficit total contra sólo 11 % de participación en las importaciones totales) entre los que se encuentran grupos de importante tradición exportadora como el minero-metalúrgico, el de minerales no metálicos (cemento, vidrio) o el de derivados del petróleo. No sucede lo mismo con los grupos fuertemente exportadores-importadores incluidos en la categoría A (maquinaria y equipo, textiles-vestido y alimentación) en los que el mayor dinamismo exportador que importador (especialmente de los dos primeros) tiende a revertir el déficit grupal.

Lo anterior permite comprobar la amplitud de la tendencia creciente al desequilibrio comercial que culminó en el gran déficit de 1994. La misma, como vimos, se nutrió de casi todos los sectores productivos[53] (agropecuario, minero-petrolero, maquilador, manufacturero no maquilador) sea por un declinante o débil empuje exportador, sea por un fuerte impulso exportador acompañado de uno importador. En consecuencia la crisis comercial no puede ser atribuida a ningún sector en particular, ni a factores coyunturales, sino a factores localizados en la esfera productiva.

53 La única gran excepción sectorial relativa parece haber sido el sector servicios (servicios no factoriales en la balanza de pagos) que en 1994 tuvo un déficit menor al de 1993, tanto en el turismo como en otros servicios.

A diferencia de los ochenta, cuando el desequilibrio comercial externo obedecía a la falta de competitividad del conjunto de la planta productiva con la excepción del sector extractivo y petrolero, en los noventa resultó del avance extremadamente desigual y desequilibrado de la competitividad nacional, centrado exageradamente en filiales de empresas transnacionales y grandes grupos empresariales nacionales exportadores (*Chávez Gutiérrez, 1996*),[54] operando sobre la base de diferenciales salariales, financiamiento externo e importación masiva de equipo de producción y de la mayor parte de los insumos.

La modernización productiva tendió a excluir a la gran masa de la pequeña y mediana empresa que empleaba al grueso de la fuerza laboral del país, sometiéndola a la presión conjugada de la apertura comercial, el encarecimiento del crédito interno impuesto por el oligopolio bancario y la sobrevaluación cambiaria. De tal modo otorgó a este amplísimo sector muy pocas posibilidades de reestructuración y exportación directa o indirecta (abastecimiento a empresas exportadoras), aun en las ramas manufactureras menos intensivas en capital, que contaban con grandes ventajas comparativas potenciales en las condiciones de la nueva división internacional del trabajo.

54 En la acelerada reestructuración del sector exportador que tuvo lugar entre 1986-88 y 1994, la gran empresa privada nacional tuvo un mayor dinamismo que la empresa transnacional. Entre 1986 y 1988 (promedio de los tres años) el sector estatal (Pemex) era todavía responsable de más del 60 % de las exportaciones del país, mientras que las originadas en la empresa privada nacional y la empresa transnacional eran prácticamente equivalentes (19.4 contra 19,1 % respectivamente). En 1994, en cambio, la participación del sector estatal se había reducido al 28.4 % y la de la empresa transnacional se había elevado al 30.9 %, mientras que la de la empresa privada nacional había subido al 40.7 %.

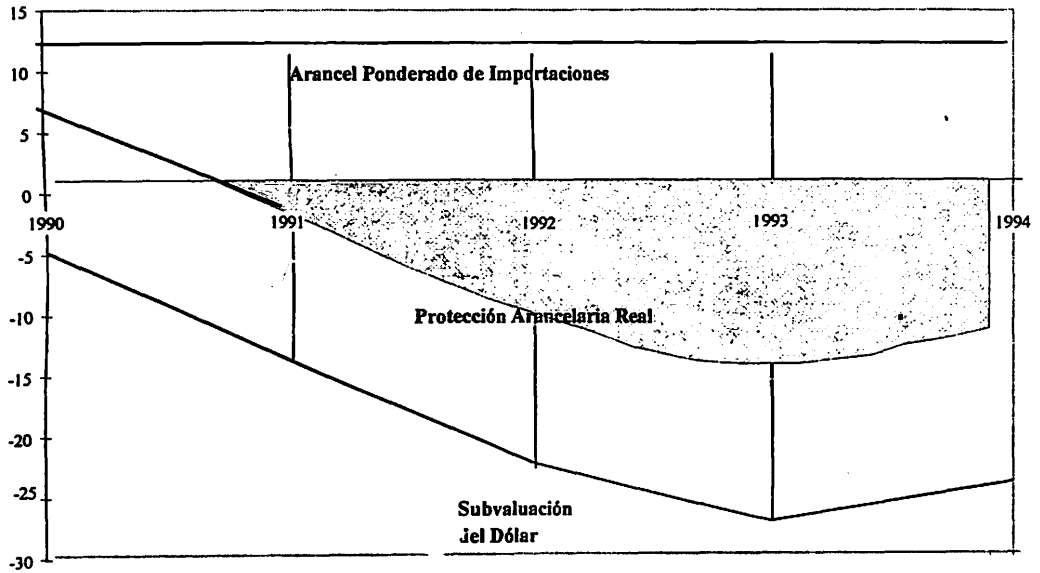
La tendencia a la sobrevaluación del peso

Entre 1990[55] y 1993 el peso mexicano sufrió una revaluación anual frente al dólar de aproximadamente un 7 %, que concluyó (descontando la depreciación relativa de 1994) en una sobrevaluación cercana al 20 % [56] en vísperas del estallido de la crisis. El cambio en la paridad monetaria distorsionó las relaciones de valor entre la economía nacional y la internacional tanto a nivel del intercambio comercial y los movimientos de capital, como de generación de ahorro e inversión. En el plano comercial, el alcance de la sobrevaluación del peso de 1990-1993 excedió ampliamente el nivel de la barrera protectora del medio ponderado de 12 % del arancel aduanero de importación (Gráfica III.5), lo que implicó de hecho un subsidio generalizado a la importación, de efectos desbastadores para un amplísimo espectro de la planta productiva.

55 El año 1990 parece un punto de partida adecuado para medir el nivel de sobrevaluación posterior del peso frente al dólar porque constituye un año de equilibrio relativo de la balanza comercial (ligero déficit de ochocientos millones de dólares) y de acusado crecimiento de las exportaciones (8.6 %) y el PIB. Constituye además un nivel intermedio entre la mayor caída del valor externo del peso en la crisis de los ochenta (años 1986 y 1987) y el punto más alto que precederá a la nueva crisis de 1994-1995.

56 No toda la revaluación del peso puede considerarse sobrevaluación en términos estrictos, porque una parte de ella corresponde a ganancias de productividad en el sector de bienes comerciables, que es un factor de revaluación estable del valor externo del peso (Véase por ej. Krugman y Obstfeld, 1996. pp. 507-512). Pero ése no es el caso de la mayor parte de la revaluación que tuvo lugar en el periodo estudiado, que en su mayor parte correspondió a medidas de política económica y efectos de corto plazo de la entrada de capital especulativo. Por lo tanto resulta correcto en este caso, aproximativamente, asimilar revaluación a sobrevaluación.

Gráfica III.5
Protección arancelaria y desprotección cambiaria 1990-1994



Fuente: Construida con información de SECOFI y Banco de México.

A ello se le agregó la pérdida de competitividad de las exportaciones, con efectos desiguales para la gran empresa internacionalizada (en condiciones de compensar menores ingresos en pesos por ventas al exterior reduciendo costos de importación y financiamiento) y la no internacionalizada, compuesta esta última en su gran mayoría por pequeñas y medianas empresas dependientes del mercado interno y de baja composición técnica del capital (y que ocupa a la mayoría de la fuerza de trabajo del país).

Debe tenerse en cuenta que la gran reducción del precio en pesos de los productos exportados, resultante de la sobrevaluación (que hemos situado en un 28 % entre 1989 y 1993) coincidió con un mayor incremento de costos laborales en dólares,[57] lo que tendió a sacar del mercado a las empresas no internacionalizadas y situadas en las ramas industriales más intensivas en trabajo.

El primer factor hace que los países que viven procesos de reestructuración y modernización productiva atraviesen por procesos simultáneos de revaluación monetaria, como lo demuestra la experiencia asiática. Esto explica, en parte, la revaluación del peso de los primeros años de la década, en una magnitud a investigar. Pero también lleva, en el largo plazo, a que el nivel de equilibrio cambiario requerido por el crecimiento e inserción internacional de la economía mexicana tienda a elevarse progresivamente. Pero dado el carácter extremadamente concentrado del proceso de modernización, esto sólo puede explicar una parte relativamente pequeña de la apreciación, obedeciendo la mayor parte de la misma a la entrada masiva de capital con predominio de activos dinerarios especulativos.

En el plano financiero, la principal consecuencia fue la generación de sobrebeneficios desmedidos de corto plazo en favor de la inversión especulativa, que rebasaron varias veces (sobre todo en

57 La OECD (*Estudio económico sobre México de 1995*. París, 1996.) sitúa en cerca del 35 % el incremento de los costos relativos de la unidad de mano de obra en el sector manufacturero de México entre 1989 y 1993, que resultan de la conjunción de la apreciación del peso con el modesto elevamiento de los salarios reales que tienen lugar en el periodo.

dólares reales) los obtenibles en otros mercados financieros y en particular de Estados Unidos (Cuadro III.5).

Cuadro III.5
Rentabilidad comparada en México y Estados Unidos por inversión en títulos de deuda pública 1990-1994 (en porcientos sobre capital invertido) *

Años	Inversión en Cetes (rentabilidad convertida a dólares)			Inversión en Certificados del Tesoro de EE. UU.		Rentabilidad comparada México- EE.UU. *	
	A paridad constante (hipotética)	A paridad vigente (u$s nominales)	A paridad vigente (u$s reales)	Rentabilidad nominal(u$s corrientes)	Rentabilidad real (u$s deflactados)	Términos nominales	Términos reales
1990	11.5	18.2	12.8	8.2	2.6	2.2	4.9
1991	3.6	11.7	7.5	5.8	1.5	2.0	5.0
1992	5.5	13.0	10.0	3.7	0.7	3.5	14.3
1993	8.7	14.7	11.7	3.2	0.2	4.6	58.5
1994	8.0	5.8	3.2	4.6	2.0	1.3	1.6
Prom. 90-93	**5.9**	**13.1**	**9.7**	**4.2**	**0.8**	**3.1**	**12.1**
Prom.90 94	6.4	11.3	8.1	4.3	1.1	2.6	7.4

* Razón de la rentabilidad obtenida en México entre la rentabilidad en Estados Unidos.
Fuente: *3er Informe de Gobierno*, CEPAL y FMI.

La sobrevaluación impactó también la generación nacional de ahorro (descenso del 16.3 al 12.0 % entre 1988 y 1994), resultante del papel que cumplió en el *boom* interno de consumo considerado anteriormente. En este caso la sobrevaluación del peso actuó conjuntamente con otros factores como el crecimiento de los activos financieros y la sobreexpansión del crédito (*OECD, 1995*), a través del gran abaratamiento de los bienes de consumo y servicios importados.

La revaluación de la moneda desde principios de los noventa obedeció centralmente a dos factores: los logros en materia de productividad que tuvieron lugar en el sector exportador (ver nota 56) y la magnitud y el carácter del ingreso de capital externo.[58] El primer

58 El carácter de la inversión tiene importancia en este punto, porque buena parte de la inversión directa (importación directa de equipo y tecnología) no implica entrada inmediata de divisas en el mercado cambiario, con el consecuente menor impacto en la tendencia de mercado a la cotización del peso.

factor hace que los países que viven procesos de reestructuración y modernización productiva atraviesen por procesos simultáneos de revaluación monetaria, como lo demuestra la experiencia asiática. Esto explica, en parte, la revaluación del peso de los primeros años de la década, en una magnitud a investigar. Pero también lleva, en el largo plazo, a que el nivel de equilibrio cambiario requerido por el crecimiento e inserción internacional de la economía mexicana tienda a elevarse progresivamente. Pero dado el carácter extremadamente concentrado del proceso de modernización, esto sólo puede explicar una parte relativamente pequeña de la apreciación, obedeciendo la mayor parte de la misma a la entrada masiva de capital con predominio de activos dinerarios especulativos.

La entrada masiva de capital modificó sustancialmente los factores determinantes de la cotización internacional de la moneda, al reducir el peso relativo de la oferta y demanda externa de mercancías y servicios en favor del de la oferta y demanda de dólares. El resultado fue una tendencia de mercado a fijar la cotización del peso a niveles crecientemente superiores a los de las operaciones comerciales, lo cual complementó inicialmente las políticas gubernamentales de "anclaje" de la paridad cambiaria, para convertirse en factor que obstaculiza el crecimiento del producto, limita el impulso exportador e impide que el propio proceso de reestructuración y modernización adquiera una modalidad incluyente, es decir, que enganche a la mayor parte del aparato productivo.

Los flujos de inversión que llegaron, significaron una aportación neta de crédito internacional para financiar la modernización del aparato productivo y del propio sector público, bajo las modalidades financieras (adquisición de títulos de crédito) que conforman la parte principal del actual sistema internacional de crédito. Factores como la estrechísima relación con la economía norteamericana, la importancia de México como mercado emergente, el escaso desarrollo interno del crédito y altas tasas de rentabilidad empresarial y financiera, coinciden con el liderazgo financiero mundial de los Estados Unidos, y la plétora de capital-dinerario especulativo que deambula por el mundo, para configurar una tendencia objetiva hacia la afluencia masiva de este tipo de capital. De estos factores, el

único que México puede modificar a corto y mediano plazo es la falta de regulación.[59]

3. Los factores políticos de la crisis

Para la mayor parte de sus críticos nacionalistas y de izquierda, la responsabilidad principal del gobierno de Salinas en la generación de la crisis fue el carácter neoliberal de las reformas emprendidas, como la apertura externa, las privatizaciones o la desregulación de mercados. Sin embargo ello no permite comprender las razones por las cuales el "efecto tequila" sólo terminó arrastrando a un país de América Latina, afectó poco al resto y ni siquiera tocó a Chile. Las políticas económicas neoliberales seguidas por México tuvieron efectivamente que ver con las condiciones que condujeron a la crisis, especialmente el tratamiento de la inversión de cartera o la falta de políticas industriales activas. Pero para comprender adecuadamente la relación de la crisis con las políticas neoliberales en general, se hace necesario discernir lo que es propio de estas últimas y lo que debe atribuirse a otros factores, que incluso pudieron estar reñidos con las prescripciones de la ortodoxia neoliberal.

La crisis no parece haber radicado tanto en dicha orientación neoliberal general (entendiendo por esto a un supuesto neoliberalismo puro, difícil de encontrar en la mayoría de los gobiernos), sino en una combinación específica de medidas neoliberales ortodoxas, heterodoxas, neopopulistas,[60] "proteccionistas"[61] e incluso "estatis-

59 A diferencia de la mayoría de los países que cuentan con regímenes bursátiles de nivel internacional, como Estados Unidos, Canadá o Chile, en México se exime del pago del impuesto a la renta a los beneficios obtenidos por las personas físicas que comercian con títulos.

60 El carácter neopopulista del gobierno de Salinas de Gortari no estuvo solamente referido a sus políticas asistenciales como Pronasol o Procampo, sino también a las políticas consumistas destinadas a ampliar su base política de sustentación.

61 Una característica muy importante del gobierno de Salinas fue la fuerza con que protegió a los grandes grupos empresariales nacionales frente a los peligros de absorción o subordinación por el capital transnacional. Aspecto que tiene muy poco que ver con la ortodoxia neoliberal.

tas-nacionalistas", como la preservación de la propiedad pública de Petróleos Mexicanos. En ese sentido, la vía particular que adoptó la reforma liberal salinista fue diferente en cuestiones muy importantes, no sólo a las experiencias asiáticas, chilena de los noventa o la esbozada posteriormente por el gobierno de Cardoso en Brasil, sino también a aspectos fundamentales del propio modelo de desarrollo preconizado por los principales teóricos del Banco Mundial (*Sunkel, 1990*).[62]

...

A fin de ubicar los determinantes políticos de la crisis, se hace necesario partir de los condicionamientos y orientaciones estratégicas del gobierno de Salinas, entre los que destacan las condiciones de su acceso al poder, la naturaleza autoritaria del sistema político, la composición del bloque de poder en que se apoyó y las políticas económicas utilizadas para lograr consenso político.

Los desplazamientos en las esferas del poder, las políticas de choque, el ejercicio autoritario y excluyente de la autoridad presidencial, generaron un amplio y heterogéneo frente de rechazo, compuesto por actores sociales muy diversos como son: los sectores populares golpeados por el desmantelamiento del viejo Estado paternalista; los intereses burocrático-empresariales y corporativos dependientes del anterior capitalismo de Estado; las élites intelectuales fieles al ideario de la Revolución Mexicana y el nacionalismo revolucionario; los sectores más representativos de la Iglesia Católica temerosos del avance de las sectas protestantes; o los vastos sectores democráticos de la sociedad movilizados contra el fraude y la violencia desde arriba. A estos numerosos nudos de conflicto, se le sumaron los problemas planteados por la irrupción del "narco"[63] o

62 El tipo de apertura económica propuesto por un economista tan representativo de esa tendencia como Balassa, por ejemplo, consideraba tanto la promoción de exportaciones, como la "substitución eficiente importaciones" y la preservación de "tipos de cambio competitivos". En relación al sector financiero, proponía tasas de interés reales positivas "no excesivas", y la atracción de capital externo que "privilegie la inversión directa" y "formas no creadoras de deuda".

63 La corrupción de los funcionarios públicos ("mordida" a casi todos los niveles de la administración pública, la justicia y la policía y el enriquecimiento tolerado

la entrada del Ejército en la política y la seguridad pública después del estallido de la rebelión indígena en Chiapas, para configurar un cuadro político-institucional altamente inestable y plagado de expresiones subterráneas de violencia. Tales tensiones tendieron a amainar en el contexto de la recuperación económica y el mejoramiento de las condiciones de vida de los primeros años del sexenio. Pero reaparecerían bajo sus peores formas al final del mismo, en el contexto de la entrada en vigor del TLC y la sucesión presidencial (*Toledo Patiño, 1991, 1992*).[64]

El segundo factor relevante fue el exagerado nivel de concesiones que el gobierno de Salinas otorgó a su principal socio del bloque de poder. La alianza estratégica entre el ala modernizante de la tecnocracia triunfante en la lucha por la sucesión presidencial dentro del PRI y los grandes grupos empresariales y financieros consolidados tras la crisis bursátil de 1987, alcanzó su expresión formal con la firma del Pacto de Solidaridad Económica (PSE) y constituyó, de hecho, el poder detrás del trono que acordó las principales decisiones de política económica a través de diversos mecanismos (sustitución del PSE por el PECE o consultas permanentes con los organizaciones cupulares del gran empresariado o la Asociación Mexicana de Hombres de Negocios) (*Rivera, 1992,1997: cap.*

de los altos funcionarios) fue una característica histórica de los gobiernos mexicanos surgidos de la Revolución. Pero este primer tipo de corrupción era un fenómeno relativamente controlable, en la medida en que estaba subordinado a las cadenas de lealtades clientelares que emanaban del centro del poder y a que englobaba niveles más moderados y manejables de soborno (un rechazo no ponía en peligro la vida). Esto cambió sensiblemente con el fortalecimiento de los cárteles del narco, lo que pasó a convertirse en un factor adicional de aceleración de la crisis del sistema.

64 Desde 1992 la estrategia global de modernización salinista comienza a desgastarse políticamente, dada la disfuncionalidad implícita en el claro privilegio asignado a la reforma económica y el marcado rezago en la apertura política. A mediados de ese año, con los comicios estatales de Guanajuato, la política de las "concertacesiones" comenzó a declinar como mecanismo de descompresión de los conflictos electorales. Diversos autores insistieron que a la larga el déficit político acumulado amenazaría la viabilidad económica de las reformas emprendidas.

III).[65] El establecimiento de esta alianza estratégica le permitió al gobierno atacar un conjunto de cambios económicos fundamentales, y se tradujo en un impresionante respaldo político y de apoyo de los grandes medios de comunicación.

Bajo la batuta de esta alianza, la estrategia económica se tradujo en políticas industriales excluyentes (que tendieron a ahondar la fractura del aparato productivo) y el perfilamiento del sesgo especulativo característico de la economía del sexenio. Los ejemplos de esto último son muchos. La conformación de un oligopolio bancario resultante de una privatización poca y mal regulada [66] se concretó en una irresponsable expansión del crédito y exagerados diferenciales entre tasas activas y pasivas de interés que favorecieron la especulación financiera, desalentaron a la producción y afectaron al ahorro. Pero la política de elevadas tasas reales de interés no sólo tuvo que ver con las demandas del oligopolio bancario o los especuladores extranjeros. Su determinante quizá más importante fue la presión invariable del conjunto de los grandes grupos empresariales (incluidos los que dominan la producción de bienes y servicios no financieros) en los mercados de valores, tanto de acciones como de renta fija, directamente o por las familias propietarias. El caso probablemente más claro de esta influencia preponderante, de los intereses financieros del gran capital monopolista fue la injustificada exención del pago del impuesto a la renta en diciembre de 1993, a una parte muy importante de las percepciones por intereses o ganancias de capitalización en la bolsa de valores.[67]

65 Sobre el nuevo bloque de poder, ver capítulo tres en ambos casos.

66 La privatización total de la banca comercial no fue acompañada de medidas de control de las tasas de interés y protección de los usuarios. Se mantuvo exento de impuestos a los beneficios bursátiles y las remesas de ganancias financieras al exterior. Se redujo (noviembre de 1993) el impuesto que gravaba al endeudamiento externo bancario del 15 al 4.9 %. Se permitió la completa movilidad de todas las formas legales de inversión financiera con exclusión de la directa.

67 Reforma a las fracciones XVI y XIX del artículo 77 de la Ley al Impuesto a la Renta (LISR) de diciembre de 199, que establece un tipo de exención que no existe en Estados Unidos y otros países industriales, ni en países latinoamericanos como Chile. Lo curioso es que fue implantada en el momento de mayor ex-

La presión de los grandes grupos empresariales también estuvo en la base de la política cambiaria. Aparentemente y dado su carácter exportador, parecería que la gran empresa manufacturera y de servicios habría sido favorecida por un tipo de cambio subvaluado y no por uno sobrevaluado. Pero esto constituye sólo una visión unilateral, al dejar de lado el hecho de que este tipo de empresa es tanto gran exportadora como importadora de bienes y servicios, que además debe afrontar pagos anuales muy elevados por servicio de deuda externa, lo cual se traduce en balances negativos en términos de dólares, como muestra el Cuadro III.6 (mayor egreso que ingreso, con la consiguiente ventaja de un peso sobrevaluado). Si a ello agregamos las ventajas adicionales de un dólar barato en términos de expansión internacional y capacidad financiera de gestación de alianzas estratégicas, la cuestión resulta aún más clara.

Cuadro III.6
Ingresos, desembolsos y saldos anuales en dólares de ocho grandes grupos empresariales*
(millones de dólares)

Grupos y empresas	Ingresos por exportaciones	Egresos por importaciones	Egresos por servicio deuda	Egresos totales	Saldo negativo
Grupo Televisa	335	647	161	808	472
Alfa	949	852	381	1,233	284
Vitro	562	475	188	663	92
Alpek	571	480	136	616	45
Hylsamex	212	163	157	320	108
AHMSA	261	196	278	474	213
Empresas ICA	255	172	137	385	130
CEMEX	821	277	732	1,009	188

* La información corresponde a 1996. No existen elementos para suponer que existan modificaciones cualitativas con relación a las cifras de 1994.

Fuente: Cifras de exportaciones e importaciones: *Expansión*, 10-09-97. Cifras de servicio de deuda: cálculos propios a partir de información sobre pasivos en moneda extranjera suministrada por Reforma, y pagos anuales supuestos de 8 % por intereses y 10 % por amortización de deuda.

ceso de la inversión bursátil (vísperas de la entrada en vigor del TLCAN), cuando se requería elevar en lugar de reducir gravámenes.

Por último cabe considerar las políticas adoptadas por el régimen salinista a fin de ganar legitimidad política y base popular. En general, se vincula exclusivamente este punto al ingrediente propiamente social de su gestión : el intento por construir una base neocorporativa a partir de la organización de sectores marginados del campo y la ciudad en torno a una nueva modalidad de gasto social y participación comunitaria. (*Hernández Navarro, s.f.*).[68]

Pero tanto o más importante en términos de logros electorales inmediatos resultó el crecimiento acelerado del consumo resultante de la expansión del crédito, el abaratamiento y masificación de los bienes de consumo importados por la apertura externa y la revaluación del peso. Esta última representó en los hechos un subsidio indirecto al consumo de bienes importados en beneficio de una amplia masa de población y de la vasta red de comercio informal estructurada en torno al contrabando.[69] Esta política fue tan útil en las urnas, como congruente con los requerimientos económicos de los principales pilares del bloque de poder (la banca privatizada y el capital monopolista-financiero). Pero resultó efímera y contraproducente a mediano plazo, como lo demostraría su incidencia en el desencadenamiento de la crisis y la súbita conversión de la popularidad en odio popular hacia Salinas luego de diciembre de 1994, especialmente entre los amplios sectores de la población entrampados en el endeudamiento bancario.

68 La política social del gobierno de Salinas contuvo algunos elementos progresistas, como la modalidad participativa que adoptó el Pronasol o el intento por asignar directamente a la población rural el subsidio destinado al campo (Procampo). Pero estos elementos asistenciales se dieron dentro de una política general de desmantelamiento de los mecanismos de protección a la producción popular, no acompañada por nuevas medidas de fomento a la producción en pequeña escala, ejidal o cooperativa, o que promovieran incorporación de los trabajadores al esfuerzo nacional de modernización productiva .

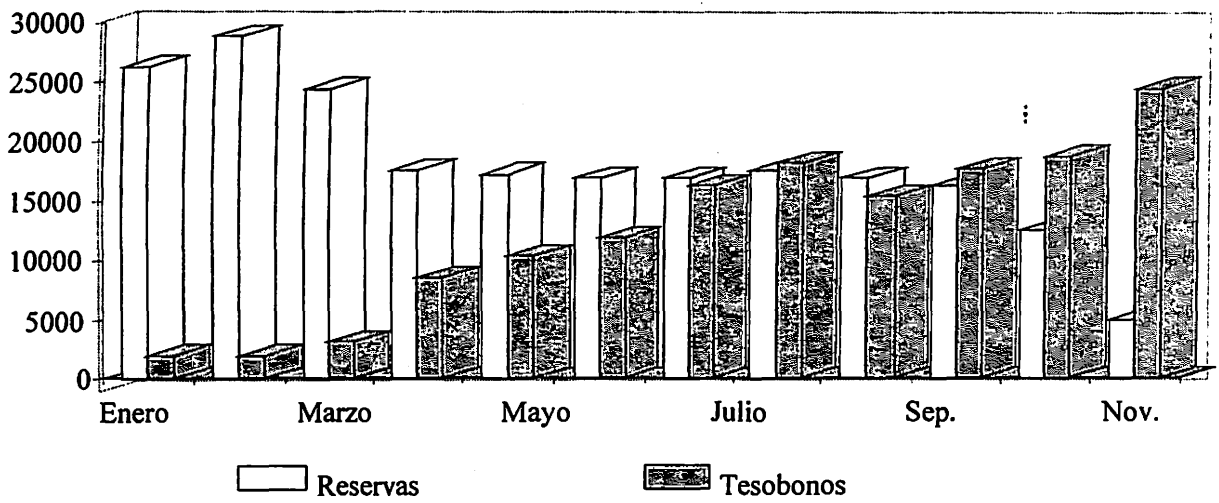
69 Al encarecer en más de un 30 % la producción nacional frente a la externa en un trascurso de muy pocos años, la sobrevaluación favoreció extraordinariamente al contrabando, y a la consiguiente multiplicación del comercio informal basada en gran medida en él.

4. El desenlace especulativo

En el desencadenamiento de la crisis confluyeron tres diferentes procesos : a) un reflujo amplio y gradual de la inversión internacional de cartera; b) la acción concertada de los principales especuladores internacionales; y c) el asalto especulativo final encabezado por las compraventas de pánico de grandes capitalistas nacionales en uso de información privilegiada.

El primero es de carácter general y común a todo reflujo de capitales provocado por cambios en las expectativas internacionales de inversión. Se desenvolvió a lo largo de 1994, especialmente a partir de marzo: pasaje gradual al reflujo de la inversión internacional de cartera y particularmente en la bolsa de valores, paulatino drenaje de divisas y sustitución de la inversión en Cetes por Tesobonos. La conjunción de estas dos últimas dinámicas originó movimientos de capital por unos 50,000 millones de dólares divididos casi por partes iguales entre pérdidas de reservas internacionales e incremento del *stock* de Tesobonos en circulación (Gráfica III.5)

Gráfica III.6
Tesobonos en circulación y reservas internacionales (último día de mes)
(miles de millones de dólares)



El segundo proceso es por demás interesante y hasta el momento poco estudiado. Consistió en la acción organizada de los grandes especuladores internacionales y se manifestó principalmente en la presión ejercida por el Foro Weston[70] —cuya existencia está ampliamente documentada (*Torres y Voguel, 1994; Payne, 1995*)— sobre el gobierno mexicano en los días que siguieron al asesinato de Colosio, y que parece haber sido respaldada por una verdadera huelga de inversión (negativa concertada a la renovación de Cetes) que llevó al *minicrack* bursátil del 19 de abril y forzó al gobierno mexicano a negociar con los grandes inversionistas organizados. Lo indudable es que, desde entonces, comenzaría a dispararse la emisión de Tesobonos desde el nivel cercano a los 3,000 millones del mes de abril a los 25,000 de diciembre, y que ello coincidiría con la adquisición de la mayor parte de los instrumentos indexados al valor del dólar por los especuladores vinculados al Foro.[71]

Finalmente, el tercer proceso fue el que llevó directamente a la crisis cambiaria entre el 19 de diciembre de 1994 y la implantación del paquete de rescate en marzo de 1995. Aquí la incidencia de los inversores externos no resulta tan clara.

Las evidencias disponibles apuntan a que el principal núcleo activo de las compras de pánico de dólares y Tesobonos entre el 19 y el 21 de diciembre, fue el de los potentados mexicanos que tuvieron acceso a la información privilegiada "filtrada" de la reunión del

70 El Foro Weston surgió en el contexto de la crisis política generada por el asesinato de Colosio, con la participación de los más importantes inversores norteamericanos como el mayor fondo mutual (Fidelity) o el más importante Hedge Fund (Quantum), para tratar de imponer la reducción del deslizamiento del peso iniciado en febrero de 1994 y obtener garantías contra eventuales riesgos cambiarios. Su existencia está ampliamente documentada, como puede verse en Torres y Vogel Jr. y D.W. Payne.

71 Lo anterior es consistente con la versión de la OECD en su reporte de 1995 sobre la economía mexicana, cuando señala que "aproximadamente el 75 porciento de las transferencias a Tesobonos realizadas durante el año (1994) fueron efectuadas por inversionistas extranjeros, entre los cuales, el grupo más importante parece haber sido el de los fondos mutuales de Estados Unidos especializados en los mercados emergentes" (*Estudios..*, p. 44).

Pacto de concertación del día 19 (*Reforma*, 1o de mayo, 1995). En esta coyuntura crítica la actividad de los principales especuladores internacionales parece haber sido mucho más pasiva, al estar en lo fundamental cubiertos por la tenencia de un monto de Tesobonos equivalente cercano a unos 18,000 millones de dólares, cuyo cobro pasaría a depender de la reposición de las reservas de divisas del Banco de México. De allí la importancia que tendría para ellos el paquete de rescate de Clinton.

En cuanto al grueso de la inversión de cartera localizada en la bolsa de valores por un monto de 60,000 millones de dólares, existen elementos para considerar que fue sorprendida por la crisis y que no logró salir a tiempo del mercado. En algunos casos significativos, llegó incluso a aprovechar el derrumbe bursátil para comprar acciones a precio de remate.[72] Todo ello parecer ser confirmado por la evolución del monto de la inversión extranjera en la bolsa de valores, cuya fuerte caída a menos de la mitad se explica más por la reducción del índice bursátil y la depreciación del peso, que por retiros de capital demasiado grandes.[73]

Un último aspecto relevante del desenlace especulativo estuvo dado por las particularidades y ritmos de lo que vino a darle el toque final a la crisis financiera : el paquete de rescate de 50,000 mil millones de dólares del gobierno norteamericano con el FMI, el BIP y el gobierno canadiense. Como se señalara, se tuvo que recurrir a él ante la magnitud de los recursos requeridos por el salvataje de la

72 Según L. Luis del Fondo Scudder de Nueva York (uno de los más grandes y de mayor inversión en México), "la gente que se asustó y salió del mercado fue la que tuvo pérdidas grandes...los que abandonaron México durante la primera semana de enero tuvieron que aguantar la devaluación y la caída de la bolsa, por lo que registraron pérdidas del 50 %". En cambio, los que aprovecharon el derrumbe bursátil para comprar, como el propio Scudder, salieron mejor parados de la crisis (*Excélsior, Sección Financiera, 9 de mayo, 1995*).

73 Según la información de la Bolsa de Valores y el Banco de México, el monto en dólares de la inversión extranjera bursátil era de 50,000 millones de dólares a fines de noviembre de 1994 y de 34,000 millones a fin de año (contabilizadas las pérdidas). De ello surge que antes del derrumbe se habrían retirado unos 10,000 millones.

economía mexicana y del capital internacional involucrado que excedía ampliamente los fondos disponibles por las dos organizaciones internacionales habilitadas para cumplir ese papel (FMI y BIP). Pero en la medida en que la intervención preponderante del gobierno de Estados Unidos fue bloqueada inicialmente por el congreso de ese país, el retraso del paquete fue un factor muy importante en la exacerbación de la crisis cambiaria-especulativa.

IV. LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR EXTERNO DE LA ECONOMÍA MEXICANA: ENTRE EL "EFECTO TEQUILA" Y EL "EFECTO DRAGÓN"[74]

1. El sector externo en el nuevo ciclo

A lo largo del ciclo de acumulación que desembocó en la crisis de 1994, los desequilibrios en el sector externo de la economía ocuparon un papel central. Como se ha visto en los dos capítulos precedentes, el régimen cambiario de anclaje o deslizamiento predeterminado, al actuar como herramienta de la estabilización de precios y ser condicionado en alto grado por las medidas de liberalización financiera, dio lugar a un fuerte proceso de apreciación de la moneda y, con ello, a un pérdida de competitividad cambiaria. En cierto modo, la estabilización vía el anclaje del tipo de cambio y la liberalización financiera para captar recursos líquidos de alta volatilidad, operaron en contra de los efectos dinamizadores de la apertura económica. Particularmente cuestionable fue el libre flujo de capitales al parejo de una acelerada reforma comercial y antes de que se consolidara el proceso de cambio estructural. De acuerdo con estos antecedentes, y dejando de lado de manera temporal la existencia de otras dimensiones productivas y sectoriales de la evolución económica más reciente, el presente capítulo tiene como objetivo examinar el desempeño del sector externo en el transcurso del nuevo ciclo abierto después de la crisis de diciembre de 1994.

Conviene tener presente que la crisis marcó el cierre de un ciclo corto de acumulación, así como el agotamiento de una modalidad cambiaria de anclaje/ desliz prestablecido. El lapso que aquí se va a considerar constituye, en cambio, el inicio de un ciclo de acumulación bajo un régimen cambiario de "libre flotación regulada" o "flotación sucia". Se trata de cinco trimestres (los cuatro de 1995 y el primero de 1996) en los que se observa un crecimiento negativo

74 En la elaboración de este capítulo se contó con la valiosa cooperación de la Lic. Rosa Isela Lazcano Ostria quien elaboró buena parte del material gráfico y participó en la redacción de las versiones iniciales.

del sector real, es decir una recesión y —hasta los datos que se manejan en este trabajo— otros cinco trimestres (1996/II-1997/II) en los que cobra forma una recuperación.

En un contexto económico internacional que hasta el surgimiento del "efecto dragón", en junio de 1997, podía considerarse como de relativa estabilidad, a lo largo del período aquí incluido, los ajustes en las variables externas ocupan un papel central en la evolución de la economía mexicana. Basta recordar que durante la etapa álgida de la crisis financiera, el "paquete" de préstamos foráneos salvó de la bancarrota al gobierno mexicano, evitando además que el "efecto tequila" impactara al sistema financiero norteamericano. En un segundo momento, durante lo más severo del impacto recesivo, el dinamismo de las exportaciones evitó un desplome mayor al que tuvo lugar (en sí el más grave desde los años treinta). En la actualidad, finalmente, el impulso exportador constituye la locomotora de la recuperación en curso. Ese impulso, empero, enfrentará en el futuro próximo límites derivados, tanto de las contradicciones internas del modelo de desarrollo estudiado en el capítulo anterior, como de los efectos de la crisis asiática.

Dada la importancia del sector externo en el proceso de cambio estructural de los tres últimos lustros (1983-97), y teniendo en cuenta el papel crítico desempeñado por la doble política de apertura comercial y liberalización financiera llevadas a cabo durante el gobierno de Carlos Salinas, quizás esté de sobra insistir en la conveniencia de evaluar con ojo crítico la evolución seguida por dicho sector clave, desde fases tempranas del nuevo ciclo que se está abriendo. Interesa en particular considerar si la llamada "restricción externa" al crecimiento ha sido superada y, en esa medida, evaluar si la nueva fase de crecimiento es sustentable en el mediano plazo.

Veamos primero algunos indicadores generales sobre la evolución del ciclo.

Tras registrar tasas de variación anualizada de -0.4, -9.2,-8.0,-7.0 y -0.4 durante los trimestres de 1995/I-1996/I, el PIB creció 6.4, 7.0, 7.6, 5.1 y 8.8% % durante los trimestres

1996/II-1997/II. Al observar el desempeño de las Grandes Divisiones Económicas, destaca lo pronunciado de la curva cíclica de la División IV, Construcción, con caídas próximas al 30 % durante la recesión y crecimientos cercanos al 25% en las fases primeras de la recuperación económica (Gráfica IV.1)

Los datos de inversión y consumo indicarían también que a partir del primer semestre de 1996 tiene lugar la salida de la recesión. La formación de capital, particularmente la correspondiente a la efectuada por el sector privado, presenta tasas de variación positiva a partir del segundo trimestre de 1996 (*SHCP. Informe...1997*). [75] (Gráfica IV.2)

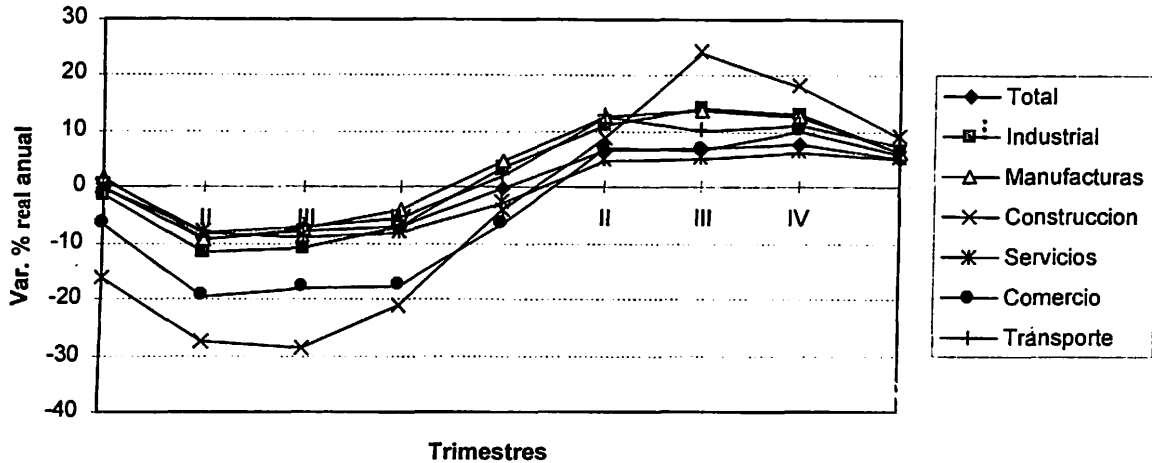
Desde la perspectiva del mercado laboral urbano lo más profundo de la recesión tiene lugar hacia el tercer trimestre de 1995, durante los meses de julio, agosto y septiembre con tasas de desempleo abierto de entre 7.3% y 7.6%. A partir de entonces se observa una tendencia declinante en los niveles abiertos de desocupación que con altibajos se prolonga durante 1996. Para diciembre de este último año, la tasa es por primera vez inferior al nivel registrado en enero de 1995 (4.1% vs 4.5%) (Gráfica IV.3)

En el contexto internacional, durante este periodo prevalece, en términos generales, una coyuntura propicia para el sector externo de la economía mexicana, especialmente la dinámica productiva y financiera presente en los Estados Unidos de América. En este lapso la economía del país de las barras y las estrellas prosigue un ciclo de prosperidad notable (crecimiento continuo desde febrero de 1993 y promediando desde marzo de 1995 una tasa media anualizada superior al 3.5%) mostrando un desempeño positivo de sus indicadores de producción, inversión, precios, empleo, interés, etc.[76]

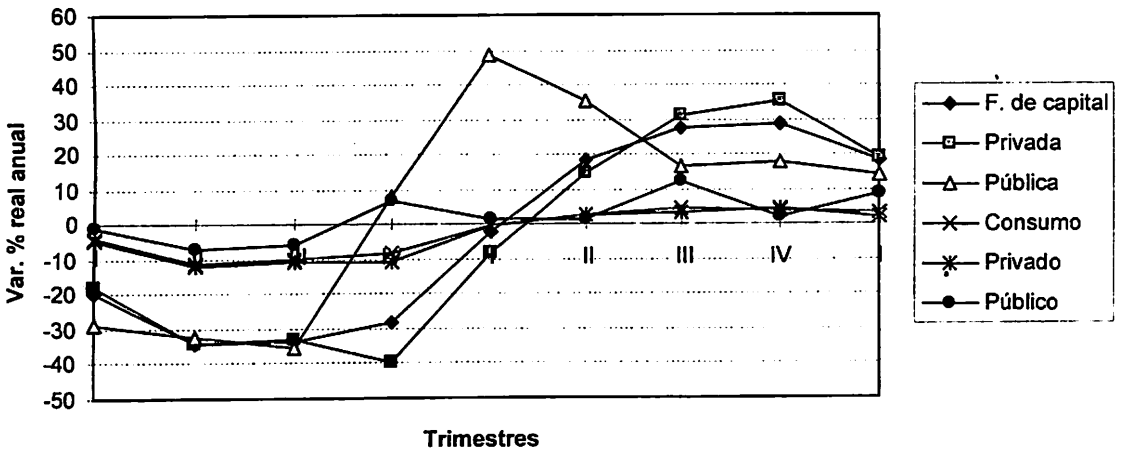
75 Ver Cuadros de Producto Interno Bruto y de Oferta y Demanda Agregada para los años 1994-1996. En: SHCP.

76 Bureau of Economic Analysis **Gross domestic product chart**. USA http://www.bea.doc.gov/briefrm/gdp.htm.

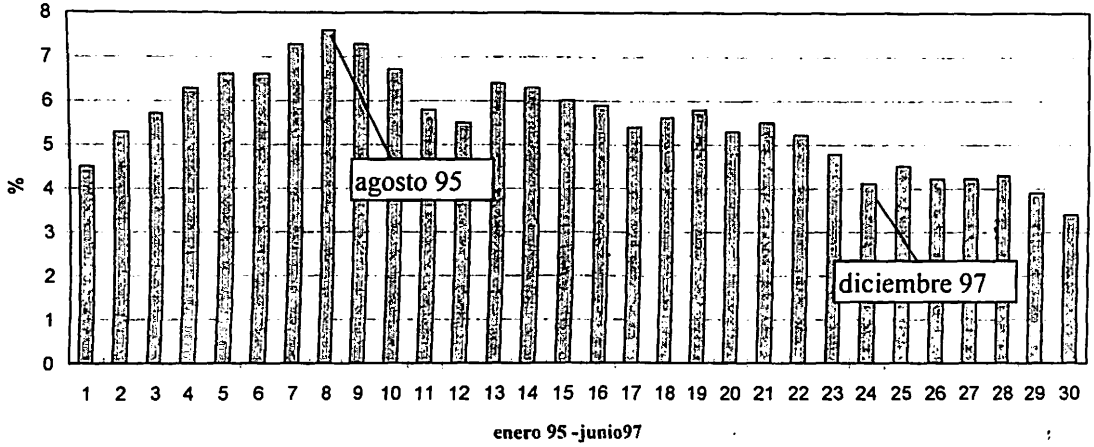
Gráfica IV.1
PIB 1995/1997(I)



Gráfica IV.2
Inversión y consumo 1995/1997(I)



Gráfica IV.3
Tasa de desempleo abierto 1995/1997(I)



%	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic
1995	4.5	5.3	5.7	6.3	6.6	6.6	7.3	7.6	7.3	6.7	5.8	5.5
1996	6.4	6.3	6	5.9	5.4	5.6	5.8	5.3	5.5	5.2	4.8	4.1
1997	4.5	4.2	4.2	4.3	4.9	3.4						

Fuente: INEGI

Mientras tanto el crecimiento de la producción y del empleo en condiciones de baja en la inflación, se ha traducido en un escenario que le permite al sector financiero norteamericano los niveles más bajos en las tasas de interés durante los últimos 25 años.

Sin embargo, el escenario económico internacional se ha visto modificado desde mediados de 1997, con la crisis cambiaria y bursátil que estalla en el este asiático y que impacta globalmente y por vez primera los circuitos financieros y bursátiles de todo el orbe, en octubre de 1997.

2. Emergencia financiera y salvamento externo

Captar los rasgos financieros de la crisis mexicana del '94 y, en consecuencia, la nueva dimensión que adquiere su sector externo, implica tener presente —como se vio en el primer capítulo— que la bursatilización de la deuda y el crecimiento explosivo de la inversión de cartera mundial han generado, en los últimos años, la existencia de un tipo de capital que todavía cuenta con mucha mayor autonomía, frente a la lógica productiva y las barreras fronterizas nacionales que la alcanzada por formas financieras precedentes. El *boom* de productos y recursos derivados de la ingeniería financiera, en un contexto de revolución informática y ausencia de normas e instancias regulatorias internacionales, ha introducido dos nuevos elementos de inestabilidad en los sistemas monetarios nacionales y en el sistema globalizado. En primer término se encuentra la desproporción entre la magnitud de las reservas internacionales de una economía (especialmente en desarrollo) y los elevados montos que alcanzan los recursos de alta volatilidad y orientación a corto plazo que gestionan los nuevos intermediarios financieros, producto de lo cual resulta sumamente limitada la capacidad de defensa de los gobiernos frente a las corridas especulativas contra sus respectivas monedas nacionales.

En segundo lugar se encuentra el hecho de que tales flujos de alta liquidez, que en una sola jornada de actividad financiera/bursátil pueden rebasar, con mucho, las reservas internacionales acumuladas durante varios años por un país, no están siendo manejados por esas instituciones más reguladas y concentradas del ámbito fi-

nanciero internacional —los bancos o consorcios bancarios— sino a través de un espectro más amplio y menos cohesionado de inversores.

La conjunción de estos dos elementos dio lugar a la crisis desencadenada por el "error de diciembre". En términos de relaciones internacionales, su primera consecuencia fue la reorientación drástica de los flujos de capital externo privado. Durante 1995 hubo una salida neta de más de 6 mil millones de dólares y una disminución del orden de los 7.5 mil millones de dólares de los recursos externos captados por la economía. Pero ello fue compensado con creces por el macropréstamo internacional de carácter público (el paquete de rescate del presidente Clinton), que permitió la generación de un superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos de más de 15 mil millones de dólares, a costa de un incremento del endeudamiento externo superior a los 22 mil millones.

Los grandes flujos en la cuenta de capital durante los dos primeros trimestres de 1995 estuvieron determinados, principalmente, por el macropréstamo internacional para que el gobierno mexicano hiciera frente a la cresta de la crisis financiera: el vencimiento durante los meses de marzo y abril de los títulos de deuda pública indexados al dólar —los Tesobonos (*US Embassy, 1997, p.52*)[77]— de este modo, los principales movimientos durante 1995 tienen lugar en el renglón correspondiente a préstamos y depósitos, elevando su monto de poco más de 1 miles de millones de dólares a 22.9 miles de millones de dólares, una variación anual del 987.5%. El notable incremento en el primer renglón obedece al endeudamiento del Banco de México y del sector público, por un monto conjunto de 23.8 miles de millones de dólares (en 1994 era de -2.8 miles de millones de

77 Estos títulos de deuda pública indexados al dólar empezaron a tener un vertiginoso crecimiento a principios de 1994, cuando frente al alza en las tasas de interés en los Estados Unidos y el inicio del reflujo de la inversión de portafolio de los mercados emergentes, el gobierno mexicano comenzó a optar a favor de su emisión en sustitución de los Cetes. De representar un 3% de la deuda interna pública en enero de 1994, los Tesobonos pasaron a 6% en abril de 1994, 13% en mayo, 19% en junio, 32% en julio. En diciembre representaban el 55%.

dólares) y en mucho menor medida a la contratación de deuda por parte del sector privado, que pasa de un total de 1.2 miles de millones de dólares en 1994 a 3.1 miles de millones de dólares en 1995. En contrapartida, destaca el desendeudamiento de la Banca comercial por un monto de casi 5 miles de millones de dólares. En segundo lugar, en el rubro de los movimientos de la inversión extranjera, se observa una caída de 9.2 miles de millones de dólares, decremento de 101% respecto a lo alcanzado en 1994. (Cuadro IV.1)

Cuadro IV.1

Cuenta de capital: 1994-1996

(Millones de Dólares)

Rubros	1994	1995	1996	1995/1994	1996/1995
SALDO	14584.3	15405.6	3322.7	5.6	-78.4
Pasivos	20254.2	22763.3	9778.9	12.4	-57.0
Por préstamos y depósitos	1099.5	22951.7	-11993.5	1987.5	-152.3
Banca de Desarrollo	1329.3	958.6	-1246.0	-27.9	-230.0
Banca Comercial	1470.7	-4982.0	-1520.0	-438.8	-69.5
Banco de México	-1203.2	13332.9	-3523.8	(-1208.1)	-126.4
Sector público	-1690.3	10493.2	-7671.7	(-720.8)	-173.1
Sector privado	1193.0	3149.0	1968.0	164.0	-37.5
Inversión extranjera	19154.7	-188.4	21772.4	-101.0	(-11657.7)
Directa	10972.5	9526.3	7618.7	-13.2	-20.0
De cartera	8182.2	-9714.7	14153.8	-218.7	(-245.7)
Mercado Accionario	4083.7	519.2	2994.9	-87.3	476.8
Valores moneda nacional	-2225.3	-13859.6	907.5	522.8	(-106.5)
Sector público	-1942.3	-13790.6	948.5	610.0	-106.9
Sector privado	-283.0	-69.0	-41.0	-75.6	-40.6
Valores moneda extranjera	6323.8	3625.7	10251.4	-42.7	182.7
Sector público	3979.8	2993.7	8909.4	-24.8	197.6
Sector privado	2344.0	632.0	1342.0	-73.0	112.3
Activos	-5670.0	-7357.7	-6456.3	29.8	-12.3
En bancos del exterior	-3713.5	-67.2	-6172.8	-98.2	9082.7
Créditos al exterior	-40.8	-276.4	-621.7	577.6	124.9
Garantías de deuda externa	-615.1	-662.1	543.7	7.7	(-182.1)
Otros	-1300.6	-6351.9	-205.5	388.4	-96.8
Variación de la Reserva Neta	-18389.3	9592.8	1768.2	(-152.2)	-81.6

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Indicadores Económicos de julio de 1996

NOTA: Los valores negativos entre paréntesis significan reducción o corrección del déficit.

En este mismo cuadro se puede observar también que el signo negativo en el volumen total de inversión extranjera captada durante 1995 —hecho que rompe la tendencia presente desde 1988— se explica fundamentalmente por los cuantiosos retiros de la inversión de

portafolio (9.7 miles de millones de dólares), particularmente la colocada en títulos del sector público nominados en moneda nacional (13.8 miles de millones de dólares). Inciden también, aunque en menor proporción, el descenso en más de mil millones de dólares de la inversión foránea directa y la caída de 3.5 miles de millones de dólares de la colocada en el mercado bursátil, todo ello respecto a las cifras de 1994.

En el capítulo anterior se analizó que el primer trimestre de 1995 representa el momento central de la crisis financiera. Los flujos de inversión extranjera revierten su saldo positivo en un 145% respecto a las cifras del primer trimestre de 1994, prosiguiendo la fuga de recursos foráneos desatada en diciembre de ese año. Medida en términos anualizados la inversión de cartera cayó 185%, mientras que la colocada en valores en moneda nacional del sector público lo hizo en un 422%. En 1995/I los pasivos totales del país se incrementaron 263% respecto al trimestre anterior, elevándose explosivamente los préstamos y depósitos (569%), especialmente en los renglones de los sectores privado y público (503 y 731%, respectivamente) y, sobre todo, en el del Banco de México (5344%). Todavía en el segundo trimestre de 1995 los préstamos y depósitos del sector público crecen 129.5%, 4,851 millones de dólares, respecto al primer trimestre del año. Como ya se señaló, la salida de inversión especulativa y la contratación de empréstitos para hacer frente a la virtual insolvencia del gobierno mexicano, explican estos dos grandes movimientos en la cuenta de capital. (Gráfica IV.4)

El paquete de rescate que saca adelante la administración Clinton en acuerdo con las principales instituciones financieras mundiales, estuvo dirigido a contener el "efecto tequila" sobre los circuitos financieros internacionales —especialmente el norteamericano— evitar la bancarrota del gobierno mexicano (socio del TLC norteamericano) y salvar a los tenedores de títulos de deuda pública (de los cuales en enero de 1995 el 68.5 % eran extranjeros). En su momento se trató del mayor paquete de respaldo financiero de la historia : un total de 51.8 miles de millones de dólares aportados de la siguiente manera : 20 mil millones de dólares provenientes del gobierno de los Estados Unidos; 17, 759 millones de dólares del FMI

(equivalentes a 12 070.2 DEGs); 10 miles de millones de dólares del Banco Internacional de Pagos; 3 miles de millones de dólares de un grupo de bancos comerciales y mil millones más del gobierno canadiense (*US Embassy*, 1997).[78]

El 21 de febrero se firmó el paquete crediticio y con ello comenzó a procesarse la salida a la emergencia financiera (*González.H. 1997*).[79] A partir de ese mismo mes el porcentaje de deuda pública interna en manos de extranjeros desciende rápidamente de 68.4%, tope máximo alcanzado en enero de 1995, hasta llegar a 22.1% en noviembre de ese mismo año; a partir de abril se observa adicionalmente una recomposición en el perfil de dicha deuda con un claro descenso en la ponderación de los Tesobonos; de sumar éstos 29 000 millones de dólares a fines de 1994, descienden a menos de 2 000 en diciembre de 1995 (*US Embassy, 1997*);[80] pero sobre todo a partir del segundo semestre de ese mismo año tiene lugar un descenso en el monto de la deuda interna total (tanto medida en pesos como medida en dólares), la cual desciende de más de 28 000 millones de dólares a poco menos de 18 000 millones de dólares (*SHCP*, Saldos..).[81]

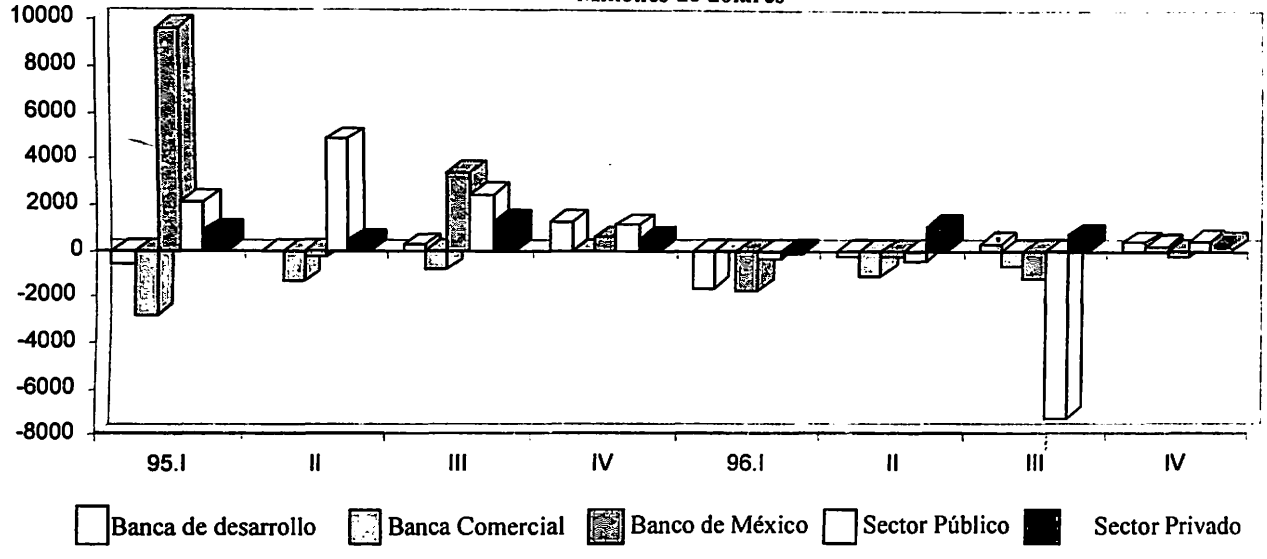
78 Ver: Annex XII, "The Financial Package", p. 144.

79 Frente a la incertidumbre provocada por el rechazo del Congreso norteamericano a un paquete de rescate, el gobierno mexicano contempló la posibilidad de un plan de emergencia conocido como "Plan B". En palabras del Secretario de Hacienda, "esa opción incluía, desde luego, la posibilidad de decretar un control de cambios y de declarar ante los inversionistas extranjeros que parte de los valores que había emitido el gobierno no se podían liquidar en los tiempos previstos".

80 Ver: Table 24, p. 50.

81 . Ibid. p. 50. Al 31 de diciembre de 1996, los saldos de la deuda externa bruta era de 75 636 MD, de los cuales apenas poco más de 10 MD correspondían a deuda interna SHCP, **"Saldos de la deuda interna y externa del gobierno federal por plazos"**, http://www.shcp.gob.mx/info/hist/c18esa96.html

Gráfica IV.4
Pasivos: por préstamos y depósitos.1995-1996.
Millones de dólares



%	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic
1995	4.5	5.3	5.7	6.3	6.6	6.6	7.3	7.6	7.3	6.7	5.8	5.5
1996	6.4	6.3	6	5.9	5.4	5.6	5.8	5.3	5.5	5.2	4.8	4.1
1997	4.5	4.2	4.2	4.3	4.9	3.4						

El macroimpacto financiero del "error de diciembre" se puede medir por los siguientes datos : durante 1995 hubo un incremento del endeudamiento externo superior a los 22 miles de millones de dólares, una salida neta de flujos de capital de más de 6 miles de millones de dólares y una disminución del orden de los 7.5 miles de millones de dólares en los recursos externos captados conjuntamente por los sectores real y bursátil de la economía. La cuenta de capital obtuvo un superávit en 1995 de 15,652 millones de dólares, 7.32% mayor que el de 1994 (14,584.3 millones de dólares). La cuenta corriente de la balanza de pagos de 1995 registra un déficit de 1,578.6 millones de dólares), cifra mínima si se le compara con las observadas en años previos, pero que se encuentra asociada a la profunda recesión que tenía lugar a lo largo de ese año : caída del PIB de 6.9% y de la producción industrial 8.1%, al tiempo que la inversión privada doméstica se desplomaba 30.8% y el PIB per cápita 8.5%.

Para mediados de 1995 se había superado la fase álgida de la crisis financiera, y aunque entre septiembre y diciembre de ese mismo año volvería a hacerse presente un periodo de inestabilidad cambiaria, éste de ningún modo representó la fuga de recursos ocurrida durante los meses de enero a abril de 1995, ni encerró tampoco el riesgo de una moratoria en el pago de la deuda pública interna.

En contrapartida con la declinación y reestructuración de la deuda pública interna, la espiral del endeudamiento externo tendrá un relanzamiento significativo. De 1994 a 1995 la deuda del sector público con el exterior pasa de 85.4 miles de millones de dólares a 100.9 miles de millones de dólares. La contraída por el Banco de México se eleva de 3.9 a 15.8 miles de millones de dólares. A fines de 1994 la deuda externa total (pública y privada) sumaba 136.5 miles de millones de dólares y para fines de 1995 alcanza los 161.1 miles de millones de dólares. (Cuadro IV.2).

Cuadro IV.2
Deuda externa (1994-1995)
(Miles de millones de dólares)

Rubros	1994	1995
Sector Público	85.4	100.9
Por créditos:		
Bancos Comerciales	10.2	
Banco Mundial y BID	17.4	18.8
Oficial Bilateral ...	16.7	15.4
Fondo de Estabilización Cambiario	—	10.5
Otros	41.1	
Bancos Mexicanos	25.1	20.9
Sector Privado	22.1	23.5
Banco de México (FMI)	3.9	15.8
TOTAL	**136.5**	**161.1**

Fuente: Secretaria de Hacienda y Crédito Público, Libro de Datos Estadísticos Económicos y Financieros, Marzo 31, 1996.

De la línea de crédito firmada con los Estados Unidos (y por la cual México dejó comprometida la factura petrolera) se dispuso hasta julio de 1995 de tan sólo 12 500 millones de dólares. A partir de octubre se inició la secuencia de pagos con 700 millones de dólares; en enero de 1996 se liquidan 1 300 md; en agosto de 1996 se hace un pago de 7 mil millones de dólares y finalmente en enero de 1997 se liquida el adeudo. A su vez, del paquete crediticio aprobado por el FMI, México hizo los siguientes retiros durante 1995 : 7 de febrero 5259.9 Millones de Derechos Especiales de Giro (DEG's), 6 de julio 1 290 Millones de DEGs, 28 de agosto 1 104.1 Millones de DEG's y 20 de noviembre 1 104.1 Millones de DEG's. En total una cifra de 15 587 millones de dólares. En 1996, la cifra se redujo poco más de 4 millones de dólares ya que el gobierno mexicano empezó a realizar una serie de pagos a partir de agosto de 1996.[82] En virtud de

82 Para abril de 1997 la deuda con el mencionado organismo se ubicaba en los 9 676 MD, proyectándose cubrir poco menos de 3 100 MD durante este mismo año y más de 8 000 MD durante 1998-1999" Banxico ha pagado al FMI 6200 MD en dos años". *Crónica, marzo 9 de 1997.* Debido a que en 1999-2000 se acumulará el 80% de las obligaciones de pago, las autoridades mexicanas informaban estar negociando la firma de un nuevo acuerdo de refinanciamiento con el

los refinanciamientos logrados con el FMI durante 1996, el promedio de vencimiento de la deuda se alargó de 3.10 a 7.37 años, el pago de los intereses pasó de significar un 20% del total de las exportaciones a un 7% y, en comparación con el periodo 1988-1994 en el que el servicio de la deuda pública externa supuso el 22% del gasto gubernamental, el porcentaje disminuye en esta ocasión al 17% (*SHCP. México...; Melchor, 1997; SHCP, 1997*).[83]

Durante 1995 la economía mexicana experimenta los efectos recesivos de la crisis cambiaria y los condicionamientos ejercidos por el paquete de rescate financiero. En ese año las cuentas con el exterior tienen un viraje, al aparecer saldos superavitarios en la balanza comercial. En esa dinámica influye particularmente la competitividad cambiaria que otorga la macrodevaluación de fines de 1994 principios de 1995 y, posteriormente, la devaluación del otoño de ese mismo año. Lo anterior operó a partir del impacto productivo generado por la explosiva aceleración del ingreso de inversión extranjera directa, realizada en los dos primeros años de vigencia del TLCAN (24 mil millones de dólares), superior en su monto a la de la inversión acumulada de los seis años anteriores (21,400 millones de dólares). Dicha inversión implicó la transferencia masiva de una gran capacidad productiva moderna en diversos sectores manufactureros, entre los que comienzan a adquirir gran importancia los sectores textil-vestido y computacional-informático que se suman a los ya muy importantes automotriz y electrónico. Pero hacia 1996 al retomar la economía mexicana la senda de la recuperación, la problemática del sector externo se desplazará paulatinamente al ámbito comercial, reapareciendo en particular, tendencias a la apreciación cambiaria y presiones sobre la balanza comercial.

FMI.

83 En abril de 1997 las autoridades anunciaron un nuevo instrumento de ingeniería financiera : los UMS, los cuales permitirán la bursatilización de los títulos de deuda externa emitidos por el gobierno mexicano (inicialmente por una suma de alrededor de 2 mmd). Ellos operan al revés de los Tesobonos, ya que convertirán deuda externa en interna. Al 31 de marzo de 1997 la deuda externa sumó 145 MMD, de los cuales 107 MMD (equivalente al 30% del PIB) correspondían al sector público y 38 MMD (11% del PIB) al sector privado.

3. La dinámica de los flujos comerciales

El impacto de la crisis de 1994 sobre los intercambios comerciales con el exterior se tradujo, en 1995, en una corrección superior a los 25 mil millones de dólares en el saldo de la balanza comercial, al pasar éste de -18 463.6 millones de dólares en 1994 a 7 008.5 millones de dólares, fruto de un crecimiento espectacular de las exportaciones (30.6%), y de una notable caída de las importaciones (-8.7%) (Cuadro IV.3).

Cuadro IV.3
Comercio exterior 1994-1996
(Crecimiento y estructura)

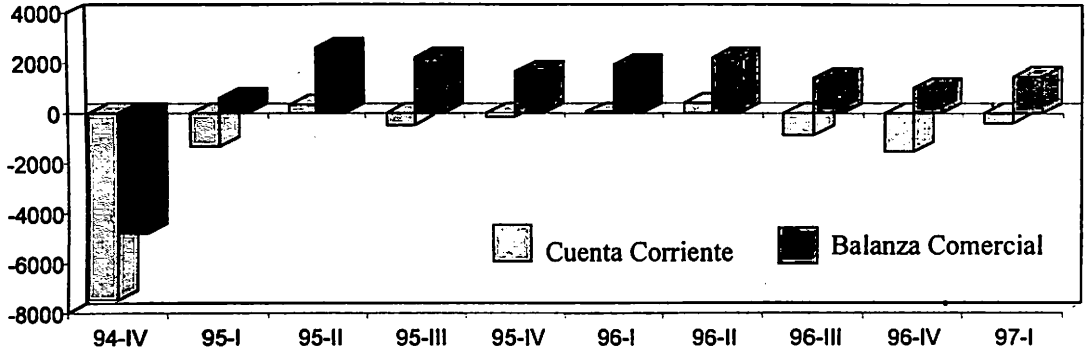
Rubros	1994	Participación			1995	Participación			1996	Participación			95/94	96/95
Saldo	-18463.6				7088.5				6530.9				(-138.4)	-7.9
No maquila	-24266.8				2164.0	30.5			115.3	1.7			(-108.9	-94.7
Maquila	5803.1				4924.5	69.5			6415.6	98.3			-15.1	30.3
Exportaciones	60882.2				79541.6				95999.7				30.6	20.7
Petroleras	7445.0	12.2			8422.6	10.6			11653.7	12.1			13.1	38.4
No Petroleras	53437.2	87.8			71119.0	89.4			84346.0	87.9			33.1	18.6
Agropecuarias	2678.4		5.0		4016.2		5.6		3592.2		4.2		49.9	-10.5
Extractivas	356.7		0.7		545.0		0.8		449.1		0.5		52.8	-17.6
Manufactureras	50402.1		94.3		66557.9		93.6		80304.5		95.3		32.1	20.6
Maquila	26269.2			52.1	31103.3			46.7	36920.3			46.0	18.4	18.7
Resto	24132.8			47.9	35454.6			53.3	43384.2			54.0	46.9	22.4
Importaciones	79345.9				72453.1				89468.7				-8.7	23.5
B. de Consumo	9510.4	12.0			5334.7	7.4			6656.7	7.4			-43.9	24.8
B. Intermedios	56513.7	71.2			58421.1	80.6			71889.6	80.4			3.4	23.0
Maquila	20466.2		36.2		26178.8		44.8		30504.7		42.4		27.9	16.5
Resto	36047.6		63.8		32243.3		55.2		41384.9		57.6		-10.6	28.3
B. de Capital	13321.7	16.8			8697.3	12.0			10922.3	12.2			-34.7	25.6

Fuente : Indicadores Banco de México, marzo de 1996.

Las exportaciones

La generación de superávit en la balanza va a estar presente a lo largo de 1995 (sólo es negativo en el mes de enero), durante todo 1996 y, como veremos más adelante, hasta el segundo trimestre de 1997. El saldo positivo correspondiente al segundo trimestre de 1995 representa el tope máximo del periodo considerado (casi 2600 millones de dólares), mostrando a partir de ahí una tendencia decreciente, no obstante que durante los seis primeros meses de 1996 alcanza un superávit récord acumulado superior a los 4 mil millones de dólares. (Gráfica IV.5)

Gráfica IV.5
Cuenta corriente y balanza comercial. 1994-IV/1997-1
(millones de dólares)



Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México

%	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic
1995	4.5	5.3	5.7	6.3	6.6	6.6	7.3	7.6	7.3	6.7	5.8	5.5
1996	6.4	6.3	6	5.9	5.4	5.6	5.8	5.3	5.5	5.2	4.8	4.1
1997	4.5	4.2	4.2	4.3	4.9	3.4						

·La base fundamental del gran salto exportador es el sector manufacturero no maquilador, cuyas ventas externas crecen a tasas de 46.9 y 22.4 % en 1995 y 1996 bastante por encima de crecimiento llamativamente estable del sector maquilador de 18.4 y 18.7 % respectivamente; en particular, el alto ritmo de crecimiento observado durante 1995 responde en gran medida a la contracción del mercado interno, lo cual convierte a los mercados externos en salida a los excedentes de producción del sector manufacturero no maquilador. El otro gran sector exportador de la economía mexicana (el petrolero) también crece a tasas muy elevadas (11.9 en 1995 y 44.6 % en 1996) favorecido por la excepcional coyuntura internacional del mercado del crudo. En lo que respecta a los dos sectores más tradicionales y pequeños (agropecuario y extractivo no petrolero) el comportamiento es muy errático: 49.9 y 53 % en 1995 y -10 -17.6 % en 1996.

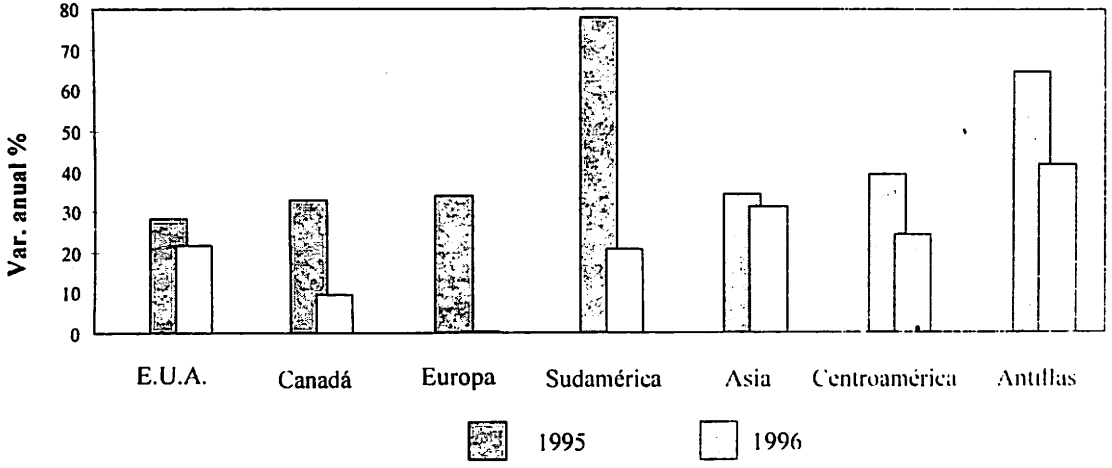
Atendiendo a su destino por regiones, destaca la estabilidad del elevado nivel de concentración de las ventas en el mercado norteamericano (ligero descenso del 85 al 84 % entre 1994 y 1996) y el incremento de las destinadas a las Antillas, Sudamérica, Asia (que siguen teniendo un nivel extremadamente reducido) y Centroamerica, significativo en los dos primeros casos y poco apreciable en los dos últimos (Cuadro IV.4 y Gráfica IV.6).

Cuadro IV.4
Estructura de las exportaciones por destino
1994-1996

	1994	1995	1996
E.U.A.	84.89	83.32	83.9
Canadá	2.46	2.5	2.26
Europa	4.91	5.04	4.19
Sudamérica	2.68	3.65	3.64
Asia	2.54	2.61	2.84
Centroamérica	1.12	1.2	1.23
Antillas	1.17	1.48	1.74

Fuente : misma gráfica IV.6

Gráfica IV.6
Dinámica de las exportaciones por destino
1995/1996



Fuente : Zedillo. Ernesto. *Tercer Informe de Gobierno. 1997. Anexo Estadístico* p. 114

Las importaciones

En lo que se refiere a la dinámica de las importaciones totales, se puede observar que en el contexto de su descenso general ocurrido durante 1995 (-8.7%), destacan los decrementos en bienes de consumo (-43.9%) y de capital (-34.7%), los que contrastan con el moderado crecimiento en los intermedios (3.4%) sobre todo de los insumidos por la industria maquiladora (27.9%), ciertamente a un ritmo bastante mayor al de las exportaciones del sector. Para 1996 tiene lugar una notable recuperación general de las compras al exterior (23.5%) en especial las de bienes de consumo (24.8%) y bienes de capital (25.6%) y en un análisis de la evolución trimestral resalta que hacia el primer trimestre de 1996 —aún en la fase recesiva del ciclo, pero donde aparecen ya los primeros síntomas de la recuperación— se registra un crecimiento positivo anualizado de las importaciones de casi 10 %.[84]

Por regiones, la contracción de las importaciones en 1995 operó fundamentalmente en el comercio con el sur del Continente, con una caída promedio de 45%, mientras que las efectuadas a Europa y Asia disminuyeron 25 y 19%, respectivamente (*Zedillo, 1997: Anexo Estadístico, p. 115*). En el caso del origen de las importaciones, entre 1994 y 1996 todas las regiones del mundo ven decrecer sus márgenes de ponderación —a excepción de las de muy poco monto provenientes de las Antillas—.

84 Por destino de uso, las importaciones muestran comportamientos muy variados, pues mientras las de consumo y capital registran severas caídas a lo largo de los cuatro trimestres de 1995, las de intermedios sólo decaen en el segundo cuarto de ese año y constituyen el primer rubro en recuperar tasas de rápido crecimiento. En el caso de las importaciones de bienes de capital destaca que su tasa negativa de variación se profundiza a lo largo de 1995 y todavía en el primer trimestre de 1996 sigue siendo el único rubro importador que mantiene una tendencia anualizada negativa, pues ya en ese trimestre las importaciones de bienes de consumo registran un leve repunte (Cuadro IV.5).

Cuadro IV.5
Estructura de las importaciones por origen
1994-1996

	1994	1995	1996
E.U.A.	69.02	74.4	75.51
Canadá	2.04	1.9	1.95
Europa	12.28	9.99	9.32
Sudamérica	3.26	1.95	1.94
Asia	12.16	10.73	10.13
Centroamérica	0.22	0.13	0.2
Antillas	0.31	0.4	0.32

Fuente : Ibid

La Balanza Comercial

Para sintetizar lo expuesto en los subapartados previos, pueden advertirse grandes diferencias en las dinámicas superavitarias de la Balanza Comercial de 1995 y 1996.

Se observa sobre todo que a la par de una rápida recuperación de las importaciones de bienes de consumo y capital durante 1996, se presenta una tendencia declinante en la actividad exportadora considerada en su conjunto, a excepción de las exportaciones petroleras que presentan un rápido crecimiento durante 1996, y de las manufactureras totales (maquila incluida), que a partir del primer trimestre de 1996 verán menguar sensiblemente las altas de crecimiento registradas durante los dos semestres de 1995 (33.3% y 33.1%) (Cuadro IV.6)

En general se observa que una vez transcurrida la fase álgida de la recesión, la dinámica exportadora va frenando su significativo impulso, mientras que el ritmo de crecimiento de las importaciones ha ido *in crescendo*.

Cuadro IV.6
Evolución del comercio exterior 1995-1996
(Variación trimestral/mismo periodo año anterior)

Rubro	1	9	9	5	1	9	9	6
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB (base 80)	-0.8	-10.5	-9.6	-6.6	-1.1	7.9	8.1	
PIB (base 93)	-1.0	-9.8	-8.1	-5.8	-1.0	7.2	7.4	
Cuenta Corriente (*)	-80.0	(-104.5)	-94.1	-98.8	-97.0	52.9	74.5	1435.2
Balanza Comercial (*)	(-113.9)	(-157.1)	(-146.1)	(-134.8)	224.1	-15.5	-36.2	-41.2
Exportaciones	36.4	30.3	33.3	23.9	16.4	20.2	20.7	24.9
Petroleras	32.2	17.1	12.1	-3.8	23.3	28.5	31.6	72.9
No Petroleras	36.9	32.2	36.5	27.7	15.6	19.2	19.3	20.0
Agropecuarias	70.5	51.7	71.9	6.1	-28.1	4.5	0.7	4.1
Extractivas	42.7	80.5	71.2	25.6	-16.6	-18.7	-24.1	-10.1
Manufacturera	33.7	30.9	35.5	28.7	21.1	20.4	20.3	20.8
Maquila	24.2	17.1	19.8	13.7	13.1	17.8	20.1	22.8
No maquila	44.9	40.2	44.2	31.8	18.4	21.7	21.1	26.3
Importaciones	0.6	-13.2	-10.0	-11.2	9.6	25.7	27.7	30.6
B. Consumo	-28.9	-49.1	-46.7	-48.3	-0.9	21.6	33.5	46.1
B. Intermedios	10.7	-1.5	2.4	2.6	12.5	25.9	26.9	26.5
B. Capital	-22.0	-37.2	-37.9	-40.1	-1.3	26.1	30.2	49.7

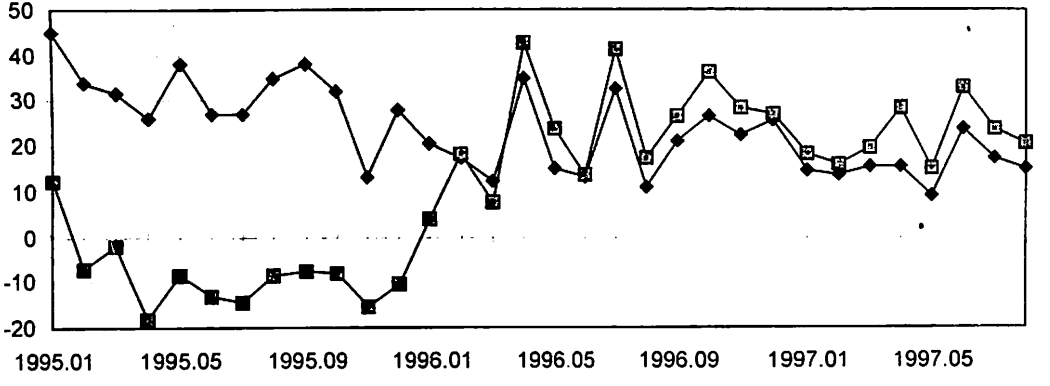
(*) Los valores negativos entre paréntesis significan reducción o corrección del déficit.
Fuente : elaboración propia en base a Indicadores Banco de México, marzo de 1996.

La gráfica siguiente muestra el desempeño exportador-importador mes por mes a lo largo de dos años y medio. Se observa que las exportaciones mantienen tasas de crecimiento positivas a lo largo de todo el periodo, pero con una clara tendencia a menguar. En cambio, las importaciones registran tasas de crecimiento negativas desde febrero de 1995 hasta diciembre de ese mismo año, adquiriendo a partir de enero de 1996 un signo positivo y rebasando en los meses siguientes (con excepción de marzo) las tasas de incremento de las exportaciones. (Gráfica IV.7)

Gráfica IV.7

Comercio Exterior

(Tasas de crecimiento anualizadas)



Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, Banco de México

Al considerar las exportaciones manufactureras en particular, el peso de las no maquiladoras en este bienio se eleva ligeramente al pasar de 47.9% en 1994, a 53.3% en 1995 y a 54% en 1996. A su vez resalta un dato particularmente relevante: durante 1995, el 69.5% del saldo comercial total fue aportado por la industria maquiladora, llegando ese porcentaje a representar el 98.3% en 1996. Esto pone de relieve la escasa participación que el sector manufacturero no maquilador tiene en la generación neta de divisas, y *vis a vis*, la alta dependencia que existe por parte de la economía mexicana para la obtención neta de dólares, con respecto al que ha sido en los últimos lustros el más dinámico (pero menos eslabonado "interramalmente") subsector de la industria manufacturera, la industria maquiladora de exportación (*Godínez, 1997*).[85]

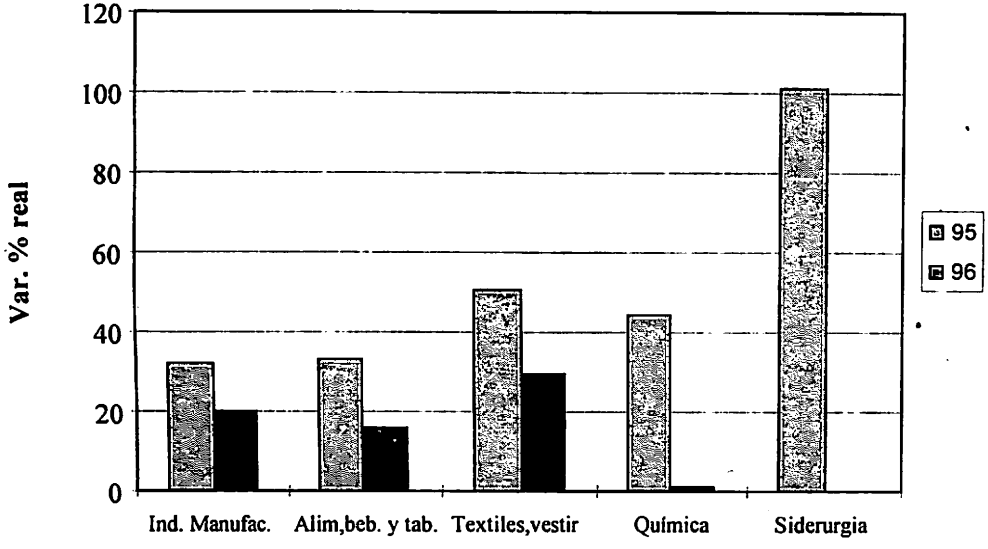
A fin de considerar con mayor detalle la dinámica de exportación e importación del sector manufacturero durante estos años, podemos observar el comportamiento de sus cinco ramas más importantes, aquellas que concentran entre el 82 y 92 % del comercio exterior (Cuadro IV.7). Su desempeño hasta el momento ha sido ambivalente : ellas registran durante 1995 crecimientos espectaculares en sus exportaciones, en cuatro de los casos por arriba del incremento promedio (31.9), pero para el siguiente año sólo dos de estas ramas -textiles y maquinaria y equipo- superan el crecimiento medio manufacturero (en este caso de 20.2%), mientras que las exportaciones de la Química y de la Siderurgia prácticamente se estancan (Gráfica IV.8).

85 En el año de 1994 la proporción fue mayor, puesto que el superávit maquilador resultó 15.1% superior al de 1995. A propósito del alto contenido de insumos importados de la oferta exportable, el autor acota que habría que comparar el rápido crecimiento de las exportaciones totales del sector manufacturero no maquilador con el práctico estancamiento de las exportaciones netas (deduciendo los insumos importados requeridos para producir los bienes exportables).

Gráfica IV.8

Exportaciones manufactureras.

Ramas seleccionadas, 1995-1996



Fuent: EZPL, *Tercer Informe de Gobierno, 1997. Anexo Estadístico.*

En este mismo Cuadro IV.7 se observa que durante el año de 1994 el déficit manufacturero total sumó más de 23 mil millones de dólares, mientras que en los dos siguientes el balance es del orden de los 100 millones de dólares, primero positivo y luego negativo. En 1994 el déficit conjunto de estas cinco ramas (todas deficitarias) es de casi 17 mil millones de dólares, mientras que en 1995 y 1996 ellas obtienen colectivamente un superávit de más de 4 mil millones de dólares y de casi 5 500 millones de dólares, respectivamente. Sin embargo a un nivel desagregado tenemos que sólo dos de estas ramas se vuelven superavitarias en el periodo considerado: la de textiles y la de maquinaria y equipo que en conjunto durante 1996 generan poco más de 10 mil millones de dólares en divisas netas;[86] En general el sector manufacturero y las cinco ramas consideradas elevan significativamente su coeficiente de exportación a importación, lo que es especialmente notorio en el caso de los textiles.

Cuadro IV.7
Saldos comerciales y coeficientes de exportación
—ramas del sector manufacturero—
1994-1996

	Saldos 1994	1995	1996	Coeficientes 1994	X/M 1996
Alim.,beb.,tab	-2093	-87	-185	0.475	0.941
Textiles	-911	1281	1736	0.781	1.38
Quimica	-3062	-1549	-2873	0.474	0.583
Siderurgia	-2396	-605	-1457	0.39	0.679
Maq. y equipo	-8256	4972	8274	0.81	1.174
Total Manuf.	-16718	4012	5495	0.686	0.998

4. La recurrente presión sobre el sector externo

De acuerdo a la dinámica comercial arriba expuesta, y conforme fluye de nuevo la inversión extranjera y la reactivación del aparato productivo se amplía, reaparece en la configuración del nuevo ciclo el espectro de la eventual generación de crecientes déficit en balan-

86 En el año de 1994 sólo la rama de productos minerales no metálicos era superavitaria. Para 1995 y 1996 lo sigue siendo, agregándose a la lista de las que arrojan números negros, además de las 5 ramas arriba mencionadas, las de madera y la de productos minerales metálicos.

za comercial, alimentados por un proceso de apreciación cambiaria. En particular, la creciente oferta de dólares que se ve atraído por las altas tasas reales de interés, se señala como un factor decisivo que inhibe un deslizamiento del peso conforme a los diferenciales de inflación entre los Estados Unidos y México.

En esta dirección debe advertirse que, en los últimos años, se han formulado diversos modelos analíticos cuya finalidad es determinar la relación entre balanza comercial, tipo de cambio e ingreso de capitales en el marco del proceso de integración norteamericana y considerando en especial el caso de la economía mexicana, la más susceptible a enfrentar inestabilidades en este ámbito; independientemente de las variaciones en las estimaciones y cálculos, todos estos estudios parecen coincidir en encontrar un claro doble efecto de apreciación y déficit derivado del ingreso de capitales (*De León Arias, 1997; Szekely, 1997*).[87]

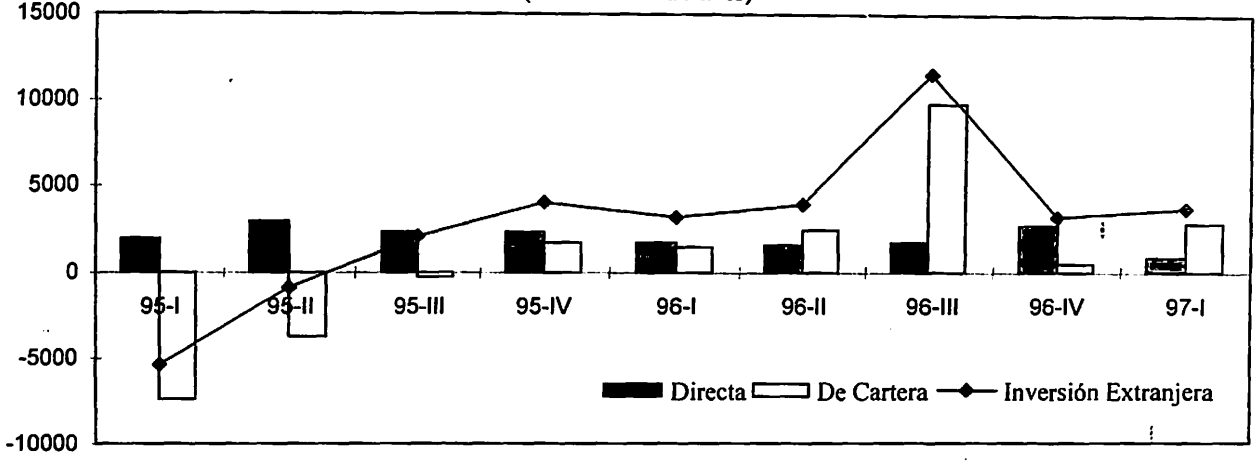
La siguiente gráfica muestra la evolución trimestral de la inversión extranjera. En ella destaca el condicionamiento que ejerce la inversión de cartera, particularmente la dirigida al mercado de dinero, sobre el movimiento global de los flujos; pero destaca sobre todo, recordando una de las condiciones que caracterizaron el ciclo precedente y propiciaron la crisis de diciembre de 1994, el hecho de que ya durante el segundo y tercer trimestre de 1996 la inversión de portafolio constituya nuevamente el componente mayoritario en la captación de ahorro externo. Durante el año de 1996, tan sólo el 34.98% de la inversión foránea total en promedio se dirigió a la compra de activos reales, mientras que el restante 65.02% correspondió a activos líquidos. (Gráfica IV.9)

87 Ver al respecto los estudios citados por el autor. Este es un interesante ensayo crítico —más allá de reparos nacionalistas— sobre la iniciativa de R. Dornbusch de que México "debiera olvidarse del peso como moneda de curso legal", hecha en entrevista con Gabriel Szekely.

Gráfica IV.9

Dinámica y composición de la inversión extranjera. 1995.I-1997.I

(millones de dólares)



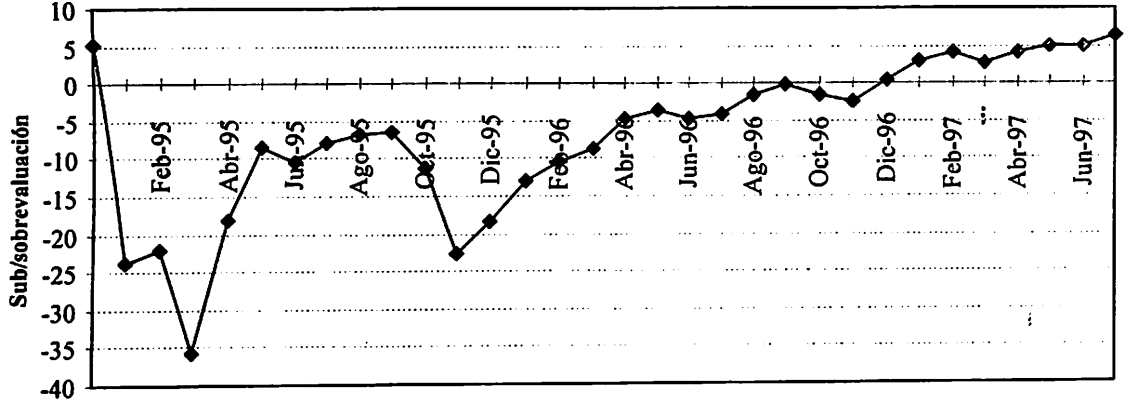
Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, Banco de México.

	1 I	9 II	9 III	5 IV	1 I	9 II	9 III	6 IV	1997 I
Inv. Extranjera	-5,372.3	-919.0	2,006.3	4,096.6	3,196.8	3,922.4	11,465.1	3,188.1	3,679.4
Directa	1,982.8	2,913.6	2,254.7	2,375.2	1,702.8	1,515.2	1,677.1	2,723.5	860.1
De cartera	-7,355.1	-3,832.6	-248.5	1,721.5	1,494.0	2,407.2	9,788.0	464.6	2,819.3

Luego de la fase macrodevaluatoria de diciembre de 1994-marzo de 1995, el tipo de cambio alcanzó un nivel de 6.70 pesos por dólar, con lo que el "colchón subvaluatorio" se ubicó en alrededor del 40%.[88] A partir de este nivel, dicho margen ha presentado la siguiente evolución: a) de abril a septiembre de 1995 se redujo rápidamente, por efecto del acelerado proceso inflacionario interno *versus* el de los Estados Unidos, disminuyendo hasta un nivel de poco más del 10% (tipo de cambio en 6.30); b) durante los meses de turbulencia financiera de octubre y noviembre de 1995, el peso se devalúa 21.60 % (tipo de cambio nominal 7.66) con lo que el margen de subvaluación vuelve a ampliarse a niveles similares a los de principios de año (enero-febrero). Cabe recordar que en esta oportunidad el Banco de México intervino a fin de que la devaluación no fuese mayor; c) a partir de fines de 1995 y a lo largo de todo 1996 nuevamente se va cerrando la brecha subdevaluatoria, dado que el deslizamiento cambiario se ve frenado por las tendencias al fortalecimiento nominal del peso en virtud del ingreso de inversión foránea. Se estima según nuestros cálculos, que hacia fines de 1996 con una paridad nominal de 7.87, el margen de subvaluación había prácticamente desaparecido y para mediados de 1997 tenía ya un nivel de sobrevaluación de entre el 5 y el 10%. (Gráfica IV.10)

88 Para efectuar esta estimación se ha partido del supuesto conservador de que el margen de sobrevaluación del peso el 21 de diciembre de 1994 era, mínimo, de 15%, es decir, el porcentaje de ampliación del techo de la banda de deslizamiento decidido por las autoridades en aquel momento. Sin duda el nivel de apreciación era mucho mayor, del orden del 25%, con lo que el colchón subvaluatorio posterior a la crisis sería en consecuencia menor.

Gráfica IV.10
Grado de valuación del tipo de cambio
(Dic. 94-Jul. 97)



Elaboración propia con índices de precios al productor para México y E.U., y el tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera promedio.

De acuerdo a lo anterior, la actual recuperación ha reeditado la polémica que tuviera lugar durante el ciclo económico precedente, en torno a la necesidad de mantener un "tipo de cambio competitivo" con el fin de permitir un mayor impulso a las exportaciones y moderar el crecimiento de las importaciones. En ese sentido, diversos críticos de la actual política económica han insistido en la necesidad de contar con un régimen cambiario que permita devaluar conforme al diferencial de inflación entre México y Estados Unidos. Por el contrario, otros autores sostienen que una política cambiaria flexible que supusiera llevar a cabo procesos devaluatorios de la moneda para asegurar por esa vía márgenes de competitividad, provocaría inestabilidad financiera y eventualmente un colapso como el ocurrido en diciembre de 1994 (*Calvo y Mendoza, 1996, p. 14*).[89]

En general, desde esta última perspectiva se insiste en considerar que la apreciación es un signo de fortaleza económica, y que el tipo de cambio no es el único determinante de la competitividad de una economía.

Ciertamente no existe una correspondencia puntual entre la reducción en los márgenes de subvaluación de la moneda, la pérdida de dinamismo de las exportaciones y el creciente impulso importador. Incluso la tasa de crecimiento de las exportaciones ha decaído en momentos en que se ampliaba el margen subvaluatorio (octubre y noviembre de 1995) o se ha elevado en periodos de apreciación del peso frente al dólar. Sin duda el comportamiento exportador está sujeto a vaivenes y variaciones estacionales de diverso tipo. Pero también es cierto que la apreciación cambiaria reduce el "tope externo" de la acumulación puesto que —dado los desequilibrios en la

89 Los autores desestiman por ejemplo los análisis que indican una apreciación creciente del peso, argumentando que existen dificultades técnicas serias para estimar el tipo de cambio competitivo. Proponen en cambio prestar una mayor atención a alargar la madurez de la deuda pública interna y "aumentar las reservas internacionales a través de un mayor superávit fiscal" (la cuales por muy elevadas que sean no resisten una fuga de capital volátil), y "resolver rápidamente ...la crisis bancaria" (cuestión que se ve difícil si se mantiene la misma política de desregulación financiera y tasas de interés).

estructura productiva— estimula un crecimiento más que proporcional de los insumos adquiridos para generar la oferta de bienes exportables. En tales condiciones toda ampliación de la plataforma de exportación supondrá recaer en el círculo vicioso de incrementar en mayor medida el déficit comercial.

De acuerdo con la dinámica reciente en la balanza comercial, en el segundo trimestre de 1997 ha tenido lugar ya una sensible caída del superávit, alcanzando tan sólo una suma de alrededor de 450 millones de dólares, cifra cinco veces menor al monto del mismo trimestre de 1996. En el mes de julio, de conformidad con cifras preliminares, se registra por vez primera desde enero de 1995, un déficit incipiente, de tan sólo 20 millones de dólares, que es un claro aviso de que la apreciación del peso se convierte en una bomba de tiempo. El desequilibrio sin duda no es de la magnitud que el alcanzado en 1994, pero como lo indica el último cuadro, se trata de un proceso de apreciación significativo en una fase temprana del ciclo.

Ante posturas que subestiman la apreciación cambiaria y sus efectos, habría que insistir en la necesidad de reubicar la discusión sobre el papel del tipo de cambio en la dimensión de un proceso de cambio estructural, y en el contexto de una recuperación cíclica como los que está viviendo la economía mexicana. Entre las principales lecciones de la crisis de 1994 se encuentra precisamente ésa (*Lecuona, 1996: p.93*).[90]

En este sentido es que, con el fin de frenar y en su caso revertir la creciente sobrevaluación del peso, el gobierno ha tenido la opción de disminuir las tasas de interés reales para atraer menos inversión volátil, reducir la oferta del billete verde y propiciar su encarecimiento paulatino pero sostenido. Esta alternativa implicaría disminuir el costo doméstico del dinero, introduciendo un factor de

90 "Un tipo de cambio real adecuado para la transición es el que permite una reconversión integral de la economía, incorporando a la pequeña y mediana empresa; el que concilia crecimiento, inflación y balanza de pagos a lo largo de la trayectoria de cambio estructural".

impulso a la recuperación, tanto desde la perspectiva de los demandantes de crédito, como por el lado del alivio que representaría para deudores (empresas y familias). Es de prever en tal contexto un crecimiento de la demanda y el ahorro interno. Esta opción en cierto modo también supondría poner a prueba la solidez de la recuperación en curso, especialmente de la política de control inflacionario, ya que el encarecimiento de la divisa norteamericana (uno de los precios clave de la economía) aunado a un mayor vigor del aparato productivo, la inversión y la creación de empleos, podría provocar repuntes inflacionarios.

El Banco de México no ha querido correr ese riesgo y en lugar de reducir las tasas reales de interés (a principios de agosto de 18.8 % nominal, pero en términos reales anualizados se ubicaban en un rango superior al 8.20%) optó por reforzar el mecanismo de esterilizar divisas mediante subastas o ventas de opciones : la banca central a partir de agosto pasó a comprar 500 millones de dólares en una primera subasta mensual (inicialmente la cifra era de 130, subió a 200 en febrero de 1997 y posteriormente se incrementó a 300). Si en ella se colocara mínimo el 80% de la subasta, entonces la banca central puede hacer una segunda subasta la segunda quincena del mes por una cantidad similar de 500 millones de dólares. En total se pueden retirar de la circulación y acumularse como reservas 1000 millones de dólares mensuales. No obstante, la experiencia de las dos tandas, no ha sido exitosa ya que los bancos que optan por la primera subasta y "toman una posición corta en dólares" no resultan interesados en adquirir dólares de la segunda subasta con lo cual "podría haber una apreciación mayor del tipo de cambio a la que se observaría de no haberse realizado la subasta" (*Espinoza, 1997*).

5. Conclusión y perspectivas

A más de dos años del desplome cambiario de fines de 1994 y comienzos de 1995, los drásticos y cuantiosos ajustes experimentados en las cuentas comerciales y financieras externas de la economía mexicana parecieran no representar, hasta el momento, más que correcciones coyunturales y de corto plazo: apenas la recuperación de la economía mexicana alcanza cierto nivel y la presencia de los problemas característicos del sector externo durante el ciclo anterior, li-

mitan ya el horizonte del despegue económico. En especial reaparece la apreciación cambiaria como producto, en gran medida, de la entrada cuantiosa de capitales de tipo especulativo. La teoría y la evidencia reciente sugieren claramente que esto reduce el impulso exportador y su capacidad de arrastre sobre el conjunto de la economía, provoca un crecimiento explosivo de las importaciones —con sus efectos inmediatos en la balanza comercial— y dificulta una expansión- integración del reducido núcleo industrial-exportador (*Godínez, 1997*).[91]

Al respecto cabe hacer notar que aunque ha ocurrido una ampliación del espectro exportador, éste es aún sumamente limitado. De acuerdo a un estudio del Grupo Financiero Bancomer (*Novedades, 28 de marzo, 1997*),[92] las empresas ALTEX (aquellas que colocaron exportaciones directas mínimas anuales por dos millones de dólares o ventas externas equivalentes al 40% de sus ventas totales, o bien aquéllas con exportaciones indirectas equivalentes al 50% de sus ventas globales) pasaron de 348 en 1988 a 1 876 en 1996. De acuerdo con datos del CEESP (*Excelsior, 21 de enero de 1997*), en 1994 las 20 principales empresas exportadores colocaban el 48% de las ventas totales al exterior, mientras que las 200 más grandes colocaban el 66%. Para 1995, las 20 mayores realizaban el 35% y las 200 mayores el 50%. Estos últimos datos estarían indicando que el núcleo exportador se ha ido ampliando y que hacia su interior, ha disminuido la concentración de la actividad exportadora.

Pero este proceso se ve dificultado por la política cambiaria en tanto que ella propicia un "desencadenamiento" de los eslabones productivos al alentar la importación de bienes intermedios en demérito de la producción doméstica. El problema de fondo no radica

91 "El 10 por ciento de los establecimientos productivos con operaciones de comercio internacional en el país son la fuente de 90 por ciento del valor de la exportación total de bienes. Es decir, el modelo exportador vigente no incumbe más que a un muy pequeño grupo de unidades productivas y excluye a un vasto y en verdad mayoritario sector de empresas cuyo potencial de expansión ha sido desperdiciado o francamente destruido".

92 Cfr. "Empresas ALTEX crecieron 437% de 1988 a la fecha".

únicamente en que las empresas medianas o pequeñas no encuentren favorables condiciones para exportar dada la apreciación de la moneda, sino que se les dificulte constituirse en "exportadoras indirectas", es decir abastecedoras de insumos para actividades de exportación, o incluso proveedoras de insumos para el mercado interno.

Bajo condiciones de acceso sin restricciones por parte del capital foráneo, el régimen de 'flotación sucia" implantado por el Banco de México resulta un mecanismo a todas luces insuficiente para acelerar el deslizamiento del peso. La evolución del tipo de cambio en los últimos meses así lo corrobora. En realidad todo apunta a la imperiosa necesidad de corregir la política de extrema liberalización financiera puesta en práctica en 1992-93, introduciendo mecanismos que promuevan la inversión productiva y regulen el acceso y el retiro de la inversión de portafolio a través de gravámenes impositivos. Se trata de medidas existentes en buena parte de las principales plazas financieras y mercados emergentes del mundo y que incluso son sugeridas por el propio Banco Mundial, de cara a los peligros que encierran las "crisis financieras de alta volatilidad" (*Chavolla, 1997*).

Una crisis tal es la que, a partir de mediados de 1997 —fecha hasta la que aborda este trabajo— ha dominado el panorama económico internacional : el llamado "efecto dragón". Es un hecho que a los países del este asiático les ha tocado su turno de experimentar las crisis financieras propias de la globalización y que la devaluación de la mayoría de las monedas de la zona -hasta ahora el *bath* tailandés, la *rupia* indonesia, el *peso* filipino, el *ringgit* malayo, el *won* sudcoreano- incrementará la competencia comercial entre esas economías en principio sometidas a severos ajustes recesivos. En su conjunto, la nueva competitividad cambiaria de este grupo de países afectará negativamente el desempeño comercial de otras regiones del mundo y propiciará, probablemente, respuestas proteccionistas por parte de otras regiones comerciales.

En el plano bursátil y financiero la economía mexicana parece ser, al menos en los primeros meses de esta nueva coyuntura

internacional, una de las más sólidas dentro de los mercados emergentes para hacer frente a los embates del "efecto dragón". Esto puede ser cierto en el corto plazo, pero en el mediano y largo plazo dicha fortaleza —si acentúa la captación de inversión de cartera que se retire de la región asiática o de otros mercados emergentes afectados por la crisis— puede resultar contraproducente, al acelerar las tendencias a la pérdida de la competitividad cambiaria en un contexto de exacerbamiento de la concurrencia comercial en los mercados mundiales.

V. A MODO DE CONCLUSIÓN GENERAL

En este último capítulo haremos una breve recapitulación de las principales conclusiones de lo expuesto en las páginas previas, a partir de una comparación de aspectos distintivos de la crisis reciente y la ocurrida en 1982. Esto nos permitirá enfatizar algunos de los nuevos rasgos que definen el desempeño actual de la economía mexicana, particularmente de su sector externo y, asimismo, indicar las perspectivas que se visualizan en el horizonte cercano de cara a la aparición de una crisis de "nuevo tipo", ahora entre las economías del este y sur de Asia, que anuncia ser mucho más profunda en sus efectos y amplia en sus alcances que el "efecto tequila" de 1994-1995.

1. De 1982 a 1994: dos tipos de crisis

El aspecto sin duda más relevante de la crisis que estalla en diciembre de 1994 es su peculiar naturaleza financiera. Analistas nacionales e internacionales habían previsto la posibilidad de una crisis cambiaria dado lo insostenible del déficit en cuenta corriente; otros consideraban que a tal eventualidad conducían los choques financieros externos y los políticos internos, así como el inadecuado manejo de la política económica durante 1994. Pero la mayoría no esperaba que irrumpiera en escena una crisis financiera como la ocurrida.

Para captar los nuevos rasgos financieros de la crisis mexicana hay que tener presente que las condiciones internacionales de la década de los noventa son muy diferentes de las que prevalecían hacia la crisis de los ochenta, cuando existía una clara delimitación entre los mercados financieros internacional y nacionales, el financiamiento externo adoptaba la forma preponderante de crédito bancario sindicado a largo plazo contratado por estados nacionales, y la economía mundial entraba en una coyuntura de encarecimiento del dinero. La crisis del 94', por el contrario, fue hija ya de la globalización y apertura de los mercados financieros, de la titularización-bursatilización del crédito, de la explosiva liquidez de algunas formas de inversión de cartera y de la contundencia de los llamados "ataques especulativos" contra monedas nacionales vulnerables.

En el periodo 1978-1982 operó un alargamiento del ciclo de acumulación -a niveles de auge- alimentado por la plétora de liquidez existente en el sistema financiero internacional, la que obedecía a su vez al elevamiento del precio internacional del petróleo y al deterioro de la rentabilidad capitalista en los centros industrializados. En aquella época, los flujos externos arribaron bajo la forma de capital de préstamo colocado a través de la banca internacional. En el pasado ciclo, en cambio, y particularmente a partir de 1990, ingresan vía inversión de portafolio provista por los nuevos intermediarios financieros. En aquel ciclo impulsado por una política expansionista de corte keynesiano, el endeudamiento externo recayó preponderantemente en el sector público. En el pasado ciclo, caracterizado por una política económica de libre mercado, el sobreendeudamiento recayó fundamentalmente en el sector privado, tanto de empresas como consumidores.

Durante 1978-1981 el sobreendeudamiento de la economía mexicana fue con la Banca Internacional (representada por el Club de París) dando pie al inicio de la llamada "crisis internacional de la deuda" y a los procesos subsecuentes de renegociación a lo largo de los ochenta que desembocan finalmente en el Plan Brady. En el pasado ciclo, en cambio, es el sistema bancario nacional, sometido a un acelerado proceso de reprivatización y desregulación, el que se constituye en gran acreedor. En la crisis de los ochenta el endeudamiento público excesivo se manifiesta abruptamente y con la caída en los precios del petróleo el cierre del auge, en esta ocasión el sobreendeudamiento privado se manifiesta con anterioridad al estallido de la crisis.[93]

93 De hecho la cartera vencida en el sistema bancario mexicano empieza a despuntar desde mediados de 1992, expresando los desequilibrios tempranos de la liberalización financiera, la flexibilización del crédito y la desregulación bancaria; en el transcurso de la fase de desaceleración del ciclo, es decir, hasta fines de 1993 y en el marco de la reprivatización del sistema bancario, las políticas monetaria y financiera no revierten las tendencias que implican un sobregiro crediticio. La persistencia de un alto diferencial entre la tasa de interés norteamericana y la mexicana, en tanto mecanismo básico para captar inversión de cartera y saldar los déficits en cuenta corriente, propician que la banca contrate en los Estados Unidos préstamos que recicla nacionalmente a tasas muy superiores.

Un segundo aspecto relevante es el relativo al llamado "estrangulamiento" externo del proceso de acumulación, que es un rasgo presente en las crisis de 1976 y, agudamente, en la de 1982. Al igual que entonces, el año de 1994 se enmarca en una secuencia de apreciación del peso -presiones especulativas- fuga de recursos externos-devaluación-crisis cambiaria. Pero a diferencia de 1976 y 1982 en que terminaba la vigencia de un modelo de acumulación sustitutivo de importaciones orientado al mercado interno y sometido a una fuerte intervención estatal, la crisis de 1994 se hizo presente en los comienzos de un modelo de acumulación orientado precisamente hacia las exportaciones manufactureras, y bajo condiciones de una economía abierta sustancialmente desregulada. Pese a la expansión y transformaciones operadas en el sector externo entre las que destaca los notables logros en capacidad exportadora, éste no resultó capaz de superar la endémica fragilidad productiva que ha caracterizado la inserción de la economía mexicana en el mercado mundial (*Lecuona, 1996: p.8*).[94] El desequilibrio externo sigue siendo en tal sentido uno de los fundamentos estructurales de la crisis de largo plazo de la economía mexicana.

En el ciclo 1978-1981 la acumulación se impulsó en virtud de las exportaciones petroleras y el acceso fácil al mercado de capital de préstamo; entre 1988 y 1994 la dinámica cíclica responde al empuje de las exportaciones manufactureras, preponderantemente maquila, acompañado de un reacceso a los flujos financieros internacionales, ahora captados bajo la modalidad preferente de inversión de cartera. Por eso en este último periodo el mecanismo preponderante para saldar el déficit en cuenta corriente no fue la contratación de deuda externa amparada en la abundancia de hidrocarburos, sino la colocación de títulos de deuda pública en operaciones de mercado abierto: el gobierno subasta títulos de deuda cuya rentabilidad se garantiza en un inicio vía un régimen cambiario fijo o de deslizamiento preestablecido —piedra de toque a su vez de la

94 "Diez años después de iniciada la reforma estructural, en el fondo el problema es el mismo : México no ha podido desarrollar una base productiva que le permita crecer de modo más rápido y sostenido..."

política de estabilización del nivel interno de precios— y posteriormente emitiendo títulos de corto plazo indexados al dólar. Al estallar la crisis cambiaria y desplomarse las reservas internacionales en diciembre de 1994, el gobierno queda sin capacidad para liquidarlos.

Sobre esta base, la profundidad misma de la crisis de 1994-95 (tanto en sus efectos internacionales de propagación, como en sus consecuencias recesivas nacionales) obedeció a la falta de un marco regulatorio interno que contuviera el acelerado drenaje de las divisas y, en última instancia, a la inexistencia a nivel internacional de un órgano o institución prestamista capaz de afrontar oportunamente la contingencia de la nueva crisis especulativo-cambiaria. La respuesta emergente del paquete Clinton, aunque imprescindible para contener la difusión internacional del "efecto tequila", se concretó luego de dos meses de tensiones y bajo condiciones innecesariamente leoninas. El retraso del paquete fue un factor muy importante de agravamiento inicial de la crisis mexicana y del efecto tequila.

Pero los desequilibrios perseverantes del sector externo, agudizados por un auge espectacular (1977-1981) o por una rápida apertura comercial con tipo de cambio anclado (1988-1994), obedecen a desproporcionalidades, ineficiencias y despilfarros internos. Entre 1977 y 1981 el déficit en cuenta corriente se asoció al déficit en las finanzas públicas, el sobregiro en el gasto gubernamental y el ejercicio de una política expansionista de corte burocrático-estatal. Es historia conocida que los cuantiosos recursos que, con motivo de la renta petrolera y los empréstitos internacionales llegaron al país durante 1978-1981, no fortalecieron ni la vocación exportadora ni la capacidad de pago de una economía que pretendía convertirse en potencia industrial intermedia. Por su parte, entre 1988 y 1994 el déficit externo en condiciones de una operación fiscal superavitaria se vincula a un bajo nivel de ahorro por parte del sector privado, mientras que buena parte de los recursos externos captados mediante la apertura financiera y las reprivatizaciones, dan lugar a un *boom* crediticio y consumista que debilita aún más el desempeño externo, polariza la estructura productiva y genera una crisis bancaria. A partir de ahí el desequilibrio comercial y la tendencia al estancamiento

productivo tendieron a retroalimentarse mutuamente, al interior del círculo malsano de la reproducción de capital a la que daba lugar la modalidad salinista de modernización.

Es claro entonces que las causas estructurales en el origen de los desequilibrios comerciales, continuaron operando en las condiciones posteriores a la superación de la crisis de la deuda, y ya en el marco de un crecimiento basado en las exportaciones manufactureras; pero a diferencia del modelo sustitutivo de importaciones, aquí la falta de competitividad no fue un rasgo consustancial al conjunto del aparato productivo, sino la prolongación de una inercia como resultado del desigual avance de la reconversión y modernización de dicho aparato, centrado en un núcleo reducido de grandes empresas, y a expensas de la gran masa de pequeñas y medianas empresas tradicionales, que en su gran mayoría, no sólo no estuvieron en condiciones de convertirse en exportadoras directas o indirectas (vía abastecer a la empresa exportadora) sino que tampoco pudieron resistir el impacto conjunto de la apertura comercial, el encarecimiento del crédito y la sobrevaluación del peso. En términos inter-industriales y comerciales, ello impidió el restablecimiento (al nivel y según los ejes requeridos por las nuevas condiciones de apertura) de las cadenas productivas rotas por el derrumbe del modelo de sustitución de importaciones, obligando a las empresas exportadoras a depender en una proporción altísima de la utilización de insumos importados. En esas condiciones, el elevamiento de la producción, del consumo, o de las propias exportaciones, resultan en incrementos de la propensión marginal a importar, y en el déficit de la balanza comercial.

Finalmente, como tercer elemento de comparación, se encuentra la diferente magnitud y duración de ambas crisis, resultado en sí de su diferente naturaleza. La de 1982-83 no fue excepcionalmente aguda en cuanto derrumbe de la actividad económica (caída del PIB de 0.6 % en 1982 y de 4.6 % en 1993) pero sí implicó un largo y tortuoso proceso de reconversión productiva, astringencia financiera e intermitentes recaídas que se extienden a lo largo de 28 trimestres —contados a partir del último de 1982 y hasta el último de 1988— antes de que se pudiera recobrar la senda de un creci-

miento relativamente sostenido (Ver gráfica V.4). La crisis de 1994-95, como vimos, no fue propiamente una crisis de sobreendeudamiento (de incapacidad para pagar con exportaciones el servicio de la deuda sin detener el crecimiento económico a lo largo de un periodo sostenido de tiempo), sino cambiaria (de insuficiencia de la reserva de divisas para responder a la rápida salida de una masa desproporcionadamente grande de inversiones de corto plazo) y si bien fue extremadamente profunda en términos de la caída de la inversión y la producción, su duración fue relativamente breve, como puede observarse en la *gráfica V.1*. Esto obedeció tanto a la estructura diferente del crédito internacional, como a que, internamente, como a su relación con la restructuración productiva y la relocalización de empresas manufactureras exportadoras. De allí que bajo el impacto recesivo de la crisis y con la eliminación de la sobrevaluación cambiaria, hubiera un nuevo salto en las exportaciones, aunque no un eslabonamiento productivo con el sector no modernizado de pequeñas y medianas empresas nacionales. Esto explicaría la pronta salida de la profunda recesión; pero, al mismo tiempo, la reaparición de una tendencia al crecimiento más que proporcional de las importaciones en relación al avance de la acumulación de capital.

2. Una sobreexposición precoz

En condiciones de flujo irrestricto de capitales, el régimen cambiario de anclaje y deslizamiento predeterminado condujo inevitablemente a una apreciación cambiaria que, lejos de favorecer un efecto dinamizador del sector externo sobre el conjunto del aparato productivo, generó una estructura de costos de los insumos contraria al fomento de los encadenamientos de las plantas medianas y pequeñas al impulso exportador. Independientemente de las diferencias con el régimen cambiario vigente entre 1987 y 1994, en el actual ciclo ha reaparecido el fenómeno de apreciación de la moneda, a causa nuevamente del cuantioso ingreso de flujos de capital. Hasta mediados de 1997 los niveles de apreciación y sobre todo de desequilibrio comercial se encontraban aún lejos de la magnitud que adquirieron en el pasado inmediato al estallido de la crisis de 1994. Pero habría que considerar que actualmente la economía está apenas en los inicios de una recuperación cíclica, y no en sus fases avanzadas. Esta es la razón de que, la economía mexicana esté resultando

indemne, por el momento, ante las primeras turbulencias provocadas por el efecto dragón. Pero así como el auge inversor de 1991-1993 hacia los países emergentes convirtió a México en el destino preferido de los flujos especulativos de corto plazo, ello vuelve a suceder luego de controlado el efecto tequila, mucho antes de lo esperado por quienes llegaron a imaginar un escenario de astringencia financiera como el que siguió a la crisis del 82'. En este sentido la sobreexposición de la economía mexicana al flujo masivo del capital especulativo internacional no es un fenómeno del pasado, sino una realidad del presente ciclo, y con ella lo es también la eventualidad de una futura recaída financiera (*Calvo y Mendoza, 1996*).[95]

Existen planteamientos que niegan la tendencia a la sobrevaluación del peso argumentando que la creciente competitividad en bienes comerciables: sería prueba de lo contrario. No hay duda del hecho de que México cuente con una menor tasa de inflación en el sector de bienes comerciables es un resultado lógico de la apertura comercial y la base principal de la reducción de las presiones inflacionarias. Pero ello no puede ser criterio para determinar por sí solo el tipo de cambio. Mientras México no logre niveles más elevados de integración productiva, competitividad global y reducción del peso de la deuda externa, el valor internacional del peso no puede elevarse por encima de la curva inflacionaria nacional, sin que eso implique ahondar los desequilibrios productivos y comerciales existentes. Y aunque la incidencia de la apertura sobre el nivel de precios del sector comerciable es un factor beneficioso y controlable, no puede decirse lo mismo de la presión ejercida por la entrada masiva de "especudólares" y "narcodólares", ni tampoco de la acción organizada de los grandes grupos empresariales que presionan en favor de un tipo de cambio "libre", es decir hacia una valuación real al alza. Para que un régimen cambiario determinado por la oferta y

95 Resulta interesante al respecto la opinión de Guillermo Calvo a fines de 1996: "La deuda pública de corto plazo se ha reducido substancialmente desde entonces (1994), pero aún representa un monto considerable. Por ejemplo, los Cetes en poder del público representan mas del doble de las reservas internacionales del Banco de México".

la demanda de divisas pudiera funcionar como mecanismo no inhibitorio de la acumulación y la integración productivas, sería necesario limitar las entradas excesivas de capitales de corto plazo y contar en general con un eficaz régimen regulatorio de los movimientos de capital.

Durante el gobierno de Salinas de Gortari la sobrevaluación del peso fue instrumento fundamental de una política económica "heterodoxa" dirigida a cortar de cuajo la inflación. El gobierno de Ernesto Zedillo asumió la necesidad de una rectificación. Pero una vez remontados los procesos devaluatorios de diciembre 94-marzo 95 y septiembre-octubre 94, la revaluación del peso no ha dejado de crecer hasta un nivel en el que hacia fines de 1996 había prácticamente desaparecido la subvaluación.

El régimen cambiario vigente hoy día no es el mismo que el que prevaleció durante el ciclo precedente (libre flotación en lugar de deslizamiento predeterminado en rezago), pero sí la tendencia aparentemente incontrolable a la sobrevaluación. Dada la inconveniencia de una devaluación abrupta, debiera establecerse un régimen de deslizamiento ligeramente superior (al menos similar) al de la inflación mexicana (*Dornsbuch, 1996*).[96] Ello no tendría por qué provocar grandes salidas de capital externo, ya que ocurriría en un contexto de condiciones favorables, como las que proporcionan el actual ritmo de crecimiento económico, el nivel de reservas internacionales del Banco de México y los paulatinos avances políticos hacia la normalización democrática.

La posibilidad de sostener una dinámica de crecimiento económico no excluyente depende de la realización de cambios que recojan la experiencia de la crisis pasada y se traduzcan en correcciones fundamentales. En el presente libro, dedicado particu-

96 Un nivel adecuado de deslizamiento podría ubicarse en un rango de 1.2 y 1.5 % mensual. Pero ello significaría, como señala Dornsbuch, que tendría que renunciarse a la idea de alcanzar rápidamente la inflación norteamericana y aceptar la política chilena de convivir con tasas inflacionarias cercanas al 15 %.

larmente a los aspectos externos de la crisis, hemos señalado tres de esos cambios necesarios, que pueden resumirse en regular y gravar a la inversión externa de cartera, resolver la ruptura del aparato productivo mediante políticas industriales activas y sostener un tipo de cambio competitivo, entendido como aquél que posibilite el equilibrio relativo de la balanza comercial y la gradual modernización de los sectores productivos rezagados.

Índice de cuadros

Índice de gráficas

Obras Citadas

Aspe, Pedro. *El camino de la transformación económica de México.* México, FCE, 1993.

Banco de México. *Informe Anual 1994.*

Banco de México. "La política monetaria para 1995". *Comercio Exterior*, v. 45, no. 2, febrero de 1995

Banco Mundial. *Latinoamérica después de México: aceleración del ritmo.* 1995.

Basave Kunhart, Jorge. *Los Grupos de Capital Financiero en México.* México, El Caballito, 1996.

Brailowsky, Vladimiro. "Economía mexicana : viejos y nuevos desequilibrios". En: *¿Donde está la economía mexicana?* Cuaderno de *Nexos*, (Suplemento) no. 49, pp. III-VIII, 1992.

Bureau of Economic Analysis *Gross domestic product chart.* U.S.A. http://www.bea.doc.gov/briefrm/gdp.htm

Business International Corp., FFO. Chile, December 1991.

Calvo, Guillermo A. "México: Stabilization, Reform and No Growth". En: *Brookings Paper Economic Activity*, v.1, 1994

_____ y Enrique G. Mendoza. "El peso y el espejismo de la inflación". *Reforma*, sección negocios. 31 de octubre de 1996.

Casillas, Luis. "Ahorro privado, apertura externa y liberalización financiera en la América Latina". *El Trimestre Económico* no. 240, v.LX (4), octubre-diciembre. México, FCE, 1993.

Carstens Mansell. Catherine "Las Nuevas Finanzas en México". *Milenio.* México, ITAM, 1992.

Carstens Mansell. Catherine "Reseña del libro de Nora Lustig La reconstrucción de la economía mexicana". En: *El Trimestre Económico*, no. 240, oct/dic, 1993.

CEPAL, *Informe 1994*.

Cervantes Sánchez, G. y J. Vargas Mendoza. "El Reendeudamiento Externo de las Empresas Privadas en México". En: Rivera, M.A y A. Toledo, coords. *La economía mexicana después de la devaluación del peso*. México, UAMI/UNAM (en prensa)

Chavolla N., Gustavo. "Recomienda el BM frenar la entrada de capitales especulativos a la Bolsa". *El Universal*, Sección Financiera, 17 de abril de 1997.

Coriat, R. *La robótica*. Madrid, Revolución, 1986.

Córdoba, José. "Diez lecciones de la reforma económica en México". *Nexos* no. 158, febrero, 1991.

Chávez Gutiérrez, F.J. "Las Grandes Empresas en el Comercio Exterior de México, 1983-1994". *Comercio Exterior*, abril 1996.

Dabat, Alejandro. "La crisis mexicana y el nuevo entorno internacional". Comercio Exterior, v. 45 no. 11, noviembre, 1995.

_____. "La coyuntura mundial de los noventa y los nuevos capitalismos emergentes". En: *México y la Globalización*. México, UNAM/CRIM, 1994. pp. 39-61.

_____. *El mundo y las naciones*. México, UNAM/CRIM, 1993.

_____ y M. A. Rivera, "Las transformaciones de la economía mundial". *Investigación Económica*, no. 206, octubre-diciembre. México, 1993.

_____. Globalización mundial y alternativas de desarrollo". *Nueva Sociedad*, no 132, julio-agosto. Caracas, 1994.

Dabat, Alejandro. "Los procesos de integración regional en el mundo". Memorias del Seminario Internacional *La globalización económica y sus impactos socioterritoriales*, 1997. Red Nacional de Investigadores sobre la Cuenca del Pacífico y sus Impactos Socioterritoriales, 1997.

Decovny S. *Swaps*. México, Limusa-Bolsa Mexicana de Valores, 1994.

De León Arias, Adrián. "¿Adoptando el dólar?". *Nexos*, septiembre de 1997.

DTIC. "Transnational Corporation and Integrated International Production". *Investment Report 1993*. New York, 1994.

Dornbusch, R. "La inflación y el peso". *Reforma*, 24 de octubre de 1996.

_____ y A.Werner. "Mexico: Stabilization, Reform and Paper on Economic Activity, no Growth". En: *Brookings Institution*, v. 1. Washington, D.C., 1994

_____. "Es un paso más del TLC". *Excélsior*, p.1. 8 de abril, 1997: entrevista con Gabriel Szekely.

Eiteman, D.K. y A.I. Stonehill. *Las Finanzas de las Empresas Multinacionales*. Wilmington, Addison Wesley Iberoamericana, 1992.

Espinoza, María de Jesús. " Se aprecia la cotización del peso por la entrada de capitales". *Excélsior*, Sección Financiera, 3 de octubre, 1997.

Esser, Klaus. "América Latina. Industrialización sin visión". *Nueva Sociedad* 125, mayo-junio. Caracas, 1993.

Fajnzylber, Fernando. *La industrialización trunca de América latina*. México, Nueva Visión, 1983..

Financial Times 30-01-95; 20-02-95; 26-05-95.

FMI. *Boletín* 28-02-94; 28-03-94.

_____. "Factors Behind the Financial Crisis in México". A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. World Economic and Financial Surveys. World Economic Outlook. Special Topic : Global Saving. Washington, May, 1995

_____. *International Capital Markets*, 1994; 1995.

_____. "Perspectivas de la Economía Mundial", octubre 1995; mayo 1997.

Fuji, Gerardo y Eduardo Loría. "El sector externo y las restricciones al crecimiento económico de México". *Comercio Exterior*, v. 46, no. 2, febrero de 1991.

Garrido, Celso. "El ahorro en México : Problemas y Perspectivas". En: Girón Alicia, Edgar Ortiz y Eugenia Correa, comps., *Integración Financiera y TLC. Retos y perspectivas.* México, Siglo XXI/IIEc, 1995.

Godínez, Víctor. "La hora de la política industrial". *La Jornada*, 9 de marzo, 1997.

Goicoechea, Julio. "Evolución reciente del sector externo mexicano". *Comercio Exterior*, v. 46, no. 2 febrero de 1996.

González A. Roberto. "El Plan B era la medicina amarga contra la crisis". *Excélsior,* Sección Financiera, 9 de marzo, 1997.

Hernández Navarro, L. " Las telarañas de la Nueva Organicidad del Movimiento Campesino". *Cuadernos Agrarios.*

INEGI. "Estadísticas del Comercio Exterior de México". Varios números.

Korth, M. "The Eurocurrency Markets". En: Baughn and Mendich R.M. *The International Banking Handbook*, 1983.

Kregel, Jan. "Globalisation, Financial Markets, Capital Flows and Economic Policy". Paper: Comittee of Development Planning, Working Group of United Nations Development Comittee, 1992.

Krugman y Obstfeld. *Economía Internacional*. Madrid, Mc.Graw-Hill, 1996.

Lecuona Ramón. "Reforma estructural, movimientos de capital y comercio exterior en México". *Comercio Exterior* v. 46, no. 2, febrero, 1996.

Lustig, Nora. "México y la crisis del peso : lo previsible y la sorpresa". *Comercio Exterior*, v. 25, no.5, mayo de 1995.

MacroAsesoría Económica. *Realidad Económica de México 1994*. México, Grupo Editorial Iberoamérica, 1994.

Mertens, R. *Crisis económica y revolución tecnológica*. Caracas, Nueva Sociedad, 1990.

_____. *México, hacia la reconstrucción de una economía*. México, El Colegio de México/Fondo de Cultura Económica, 1994.

OECD. *New Tecnologies in the 1990's*. París, 1988.

_____. *Estudios Económicos de la OECD,México, 1991-1992*. París, 1992.

_____. *Estudios Económicos de la OCDE*. México, 1995.

_____. *Estudio Económico sobre México, 1995*. París, 1996.

Payne, D.W. "The New Republic". *Excélsior*, Sección Financiera, 22 de marzo, 1995.

Puyana, Jaime. "Teoría y práctica de los Planes de Choque Antiinflacionarios en América Latina : Los Programas Heterodoxos (Parte

II). *Economía Internacional, Teorías y Enfoques*. UAMI, Departamento de Economía, 1992. pp. 131-158. Serie Investigación no. 9.

Rivera Ríos, M. A. *Crisis y reorganización del capitalismo mexicano*. México, ERA, 1986.

_____. *El Nuevo Capitalismo Mexicano*. México, Era, 1992.

_____. *México: Modernización Capitalista y Crisis*. Cuernavaca, UNAM/CRIM, 1997.

Sánchez Daza, Alfredo. "Alcances y Límites de la Estrategia de Estabilización en México : una Revisión del Enfoque Adoptado y de sus Resultados". *Análisis Económico*. v. X, no. 21, julio-diciembre. México, UAM-Azcapotzalco, DCSH, 1992.

SHCP. *Boletín Panorama Latinoamericano,* año VIII, no.34. julio 18, 1997, http://www.shcp.gob.mx/publica/panorama/pl-344.html.

_____. *Informe de la situación económica en el primer trimestre de 1997*. http:// www.shcp.gob.mx/docs/info197/siteco.html.

_____. *México's Final Repayment to the U.S. Treasury*. http://www.shcp.gob.mx/publica.

_____. *Saldos de la deuda interna y externa del gobierno federal por plazos*. http://www.shcp.gob.mx/info/hist/c18esa96.html

Sunkel O. y Zuleta. "Neoestructuralismo y neoliberalismo en los años noventa". *Revista de la Cepal,* 42, diciembre de 1990.

The Economist, Survey 27-11-93; 15-04-95.

Toledo Patiño. Alejandro, "Balance Económico del Sexenio de Carlos Salinas". *Revista Mondes en Developpement* : En el camino de una larga crisis, no. 87, t. 22, París, 1994. (Edición en español).

Toledo Patiño. "¿Del tercer al primer mundo ... sin pasar por la democracia?". *Topodrilo* no.16, marzo-abril. UAMI, 1991. pp. 13-16.

_____. "La reforma salinista del estado", *Topodrilo* no. 26, noviembre-diciembre. UAMI, 1992. pp. 30-32.

Torres, C. y T.T. Vogel (A.P-Dow Jones), "Condiciones minan la entrada de recursos". *Excélsior*. Sección Financiera, 15 de junio, 1994.

UNCTAD-DTIC. *World Investment Report 1993: Trasnational Corporation and Integrated International Production*. Nueva York, 1994.

U.S. Embassy. *México. Economic and Financial Report*. Primavera 1996.

_____. *México. Economic and Financial Report*. Enero 1997.

Vargas Mendoza, José. "El reendeudamiento externo de México : 1988-1994". En: Dabat, Alejandro, coord. *México y la globalización*. Cuernavaca, UNAM/CRIM, 1995.

Valners, S. y A.I. Rodríguez, *Las Finanzas de las Empresas Multinacionales*. Wilmington, Addison Wesley Iberoamericana, 1992.

_____. "Las principales operaciones financieras de 1996". *Reforma*, 20 de enero, 1997.

Zedillo Ponce de León, Ernesto. *Primer Informe de Gobierno, 1995*, Pres.1994-2000

_____. *Segundo Informe de Gobierno 1996*, Pres.1994-2000

_____. *Tercer Informe de Gobierno 1997*, Pres.1994-2000

Internacionalización y Crisis en México se terminó de imprimir en el mes de mayo de 1999 en los talleres de la Imprenta Javier Gómez Ávila, Sur 16-A no. 28, Col. Agrícola Oriental, México, D.F. La edición consta de 500 ejemplares en papel cultural de 75 gramos con tipos Times Roman de 9, 10 y 11 puntos. La corrección de estilo y cuidado de la edición estuvieron a cargo de Carmen A. León.

Otros libros de Alejandro Dabat
- México y la globalización, CRIM-UNAM, 1995.
- El mundo y las naciones, CRIM-UNAM, 1993. Con la colaboración de AlejandroToledo y Pablo Bustos.

"Internacionalización y crisis en México"intenta integrar en una unidad de análisis dos problemáticas de gran interés para la comunidad académica y el público lector: los cambios recientes de la economía mundial y la crisis económica mexicana, incluida la inestable recuperación en curso. Para ello, parte de la consideración del proceso de globalización, del nuevo sistema financiero y de la integración internacional de México (primer capítulo) y del ciclo de acumulación de capital del periodo 1988-1994 (segundo capítulo), para pasar luego a analizar la crisis de 1994-1995 (tercer capítulo) y recuperación posterior (capítulo cuarto) y las conclusiones generales. Junto al estudio de las relaciones entre la lógica externa e interna del proceso analizado, la preocupación principal del libro está centrada en el juego e interacciones entre los principales núcleos económicos de la crisis (determinantes estructurales, competitividad, desequilibrios comerciales; dinámica y papel de los flujos de corto plazo de capital; relaciones cambiarias del peso mexicano y el dólar norteamericano) y las consecuencias de las políticas gubernamentales. El resultado es un libro interesante, que desarrolla ideas originales y que puede ayudar a esclarecer cuestiones relevantes para el desarrollo futuro de México.

CRIM

ISBN 968-36-6999-9