

# **El sector externo de la economía mexicana : del “efecto tequila” al “efecto dragón”**

**Alejandro Toledo P./Isela Lazcano O.**

## **4.1. 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 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 una 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 comercial sobre la economía. Particularmente cuestionable fue la apertura al libre flujo de capitales al parejo de una acelerada reforma comercial y antes de que se consolidara el proceso de cambio estructural. De acuerdo a 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 ésta marcó el cierre de un ciclo corto de acumulación así como el agotamiento de una modalidad cambiaria de anclaje/ desliz preestablecido<sup>1</sup>. 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 del sector real, es decir una recesión y -hasta los datos que se manejan en este trabajo- otros cinco trimestres (1996II-1997II) 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 que aquí se considera 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 e incluso continental. 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 sin embargo enfrentará en el futuro próximo límites por el lado de los efectos de la crisis asiática sobre la competencia internacional.

Dada la importancia que guarda el sector externo en el proceso de cambio estructural de los tres últimos lustros (1983-97), así como 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, quizá 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 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.

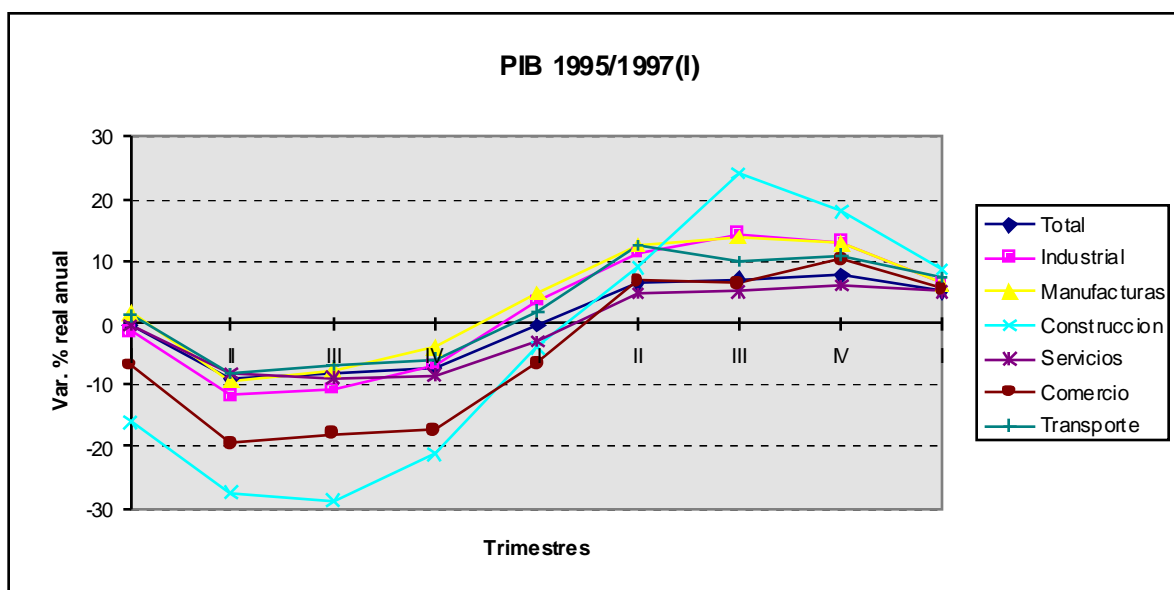
---

<sup>1</sup> Ver capítulo II.

Tras registrar tasas de variación anualizada de -0.4, -9.2,-8.0,-7.0 y -0.4 durante los trimestres de 1995I-1996I, el PIB creció 6.4, 7.0, 7.6, 5.1 y 8.8% % durante los trimestres 1996II-1997II. 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 (Ver Gráfica 1)

### GRÁFICA 1

#### PIB 1995/1997(II)



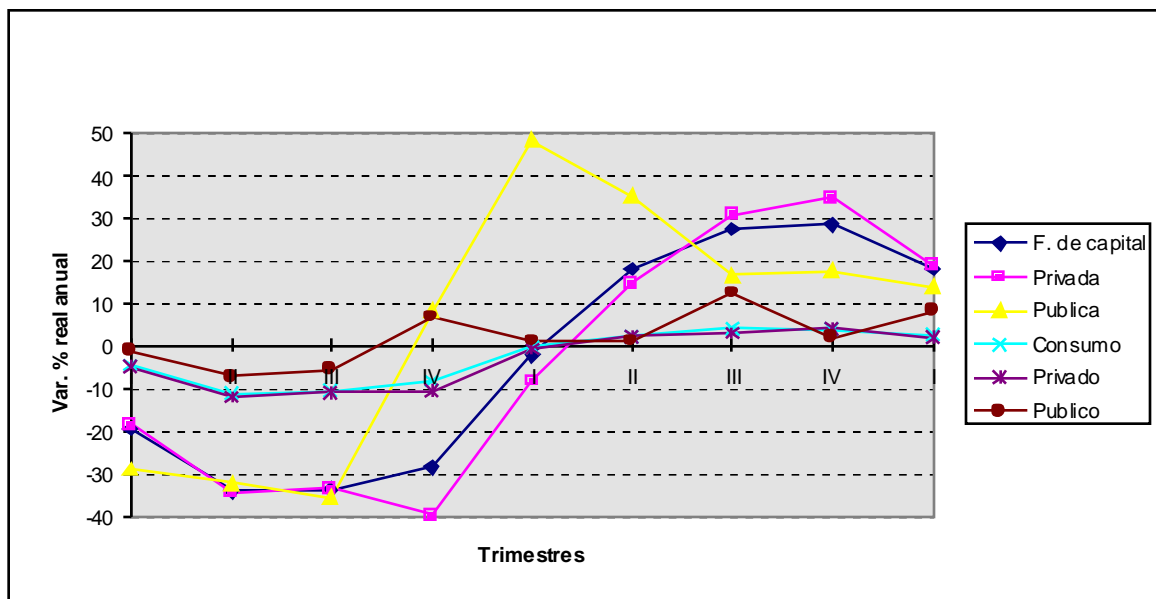
Fuente : INEGI

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. <sup>2</sup> (Ver Gráfica 2)

## GRÁFICA 2

### Inversión y Consumo 1995-1997(I)



Fuente : INEGI

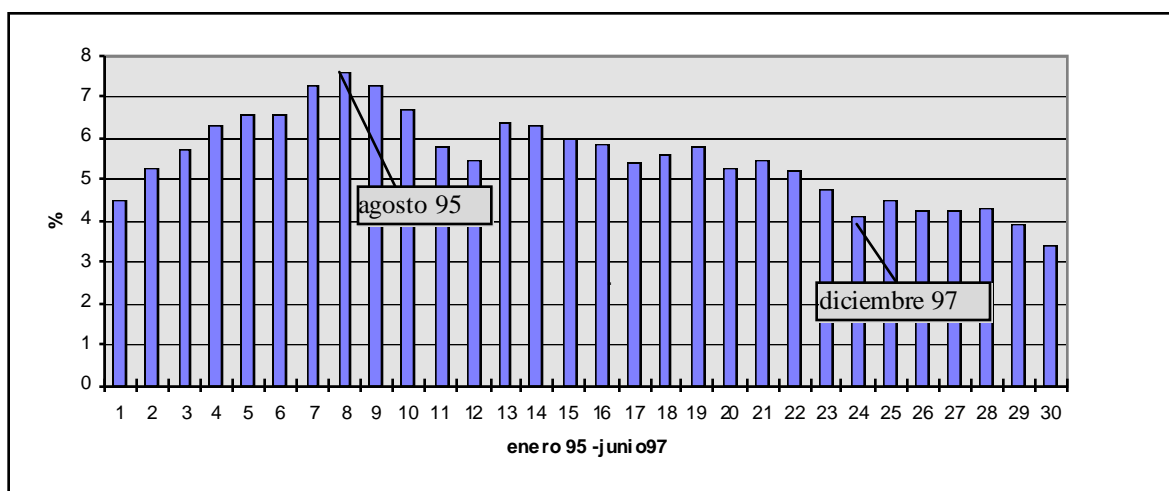
Desde la perspectiva del mercado laboral urbano lo más profundo de la recesión tiene lugar hacia el tercer trimestre de 1995, durante los meses de julio, agosto y septiembre con tasas de desempleo abierto de entre 7.3% y 7.6%. A partir de entonces se observa una tendencia declinante en los niveles abiertos de desocupación que con altibajos se prolonga

<sup>2</sup> Ver Cuadros de Producto Interno Bruto y de Oferta y Demanda Agregada para los años 1994-1996, en SHCP, **Informe de la situación económica en el primer trimestre de 1997**, <http://www.shcp.gob.mx/docs/infoI97/siteco.html>.

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%) (Ver Gráfica 3)

### GRÁFICA 3

#### Tasa de Desempleo Abierto 1995-1997



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

Fuente: INEGI

En el contexto internacional, durante este período prevalece, en términos generales, una coyuntura propicia para el sector externo de la economía mexicana, especialmente en lo referido a la dinámica productiva y financiera presente en los Estados Unidos de Norteamérica. En este lapso la economía del país de las barras y las estrellas prosigue un ciclo de prosperidad notable (crecimiento continuo desde 1993II -promediando desde 1995III una tasa media anualizada superior al 3.5%), mostrando un desempeño positivo de sus indicadores de producción, inversión, precios, empleo, interés, etc.;<sup>3</sup>. 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 estadounidense los niveles más bajos en las tasas de interés durante los últimos 25 años.

El escenario económico internacional se ha visto modificado sin embargo, 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, el 23 de octubre de 1997.

#### **4.2 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 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 cuenta con aún mucha mayor autonomía frente a la lógica productiva y las barreras fronterizas nacionales que la alcanzada por formas financieras precedentes. Como se vio ya en el primer capítulo, el boom de productos y recursos derivados de la ingeniería financiera en un contexto de revolución informática y

---

<sup>3</sup> Bureau of Economic Analysis **Gross domestic product chart**, U.S.A. <http://www.bea.doc.gov/briefm/gdp.htm>.

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 cortoplacista 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 y 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 precisamente por las instituciones en todo caso más reguladas y concentradas del ámbito financiero internacional -los bancos o consorcios bancarios- sino a través de un especto más amplio y menos cohesionado de inversores.

Esto dos elementos están detrás de la aparición de un nuevo tipo de crisis financiera a la que distinguen al menos tres componentes : 1) ataques especulativos monetarios masivos de parte de esos nuevos intermediarios; 2) alta velocidad de propagación internacional de los efectos devaluatorios (como ocurrió en 1992 con las monedas del Reino Unido, Italia, España, Suecia, Noruega, Finlandia y Portugal, en 1993 con la moneda Turca y actualmente en el este asiático), y; 3) lo devastador de su impacto en economías periféricas (a juzgar por el caso de Turquía con una caída de 10% en el PIB en 1993, y el propio caso mexicano en el que la caída se aproximó al 7%).

En el caso de nuestro país 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% .

Los grandes flujos en la cuenta de capital durante los dos primeros trimestres de 1995 están 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<sup>4</sup>. 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 de 1 987.5%. El notable incremento en el primer renglón obedece al endeudamiento del Banco de México y sector público por un monto conjunto de 23.8 miles de millones de dólares (en 1994 era de - 2.8 miles de millones de 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 1**)

---

<sup>4</sup> 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



**CUADRO 1**  
**CUENTA DE CAPITAL: 1994-1996**  
**(Millones de Dólares)**

	Rubros	1994	1995	1996	1995/1994	1996/1995
<b>SALDO</b>		14584.3	15405.6	3322.7	5.6	-78.4
<b>Pasivos</b>		20254.2	22763.3	9778.9	12.4	-57.0
	<i>Por préstamos y depósitos</i>	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
	<i>Inversión extranjera</i>	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
<b>Activos</b>		-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
	<i>Variación de la Reserva Neta</i>	-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

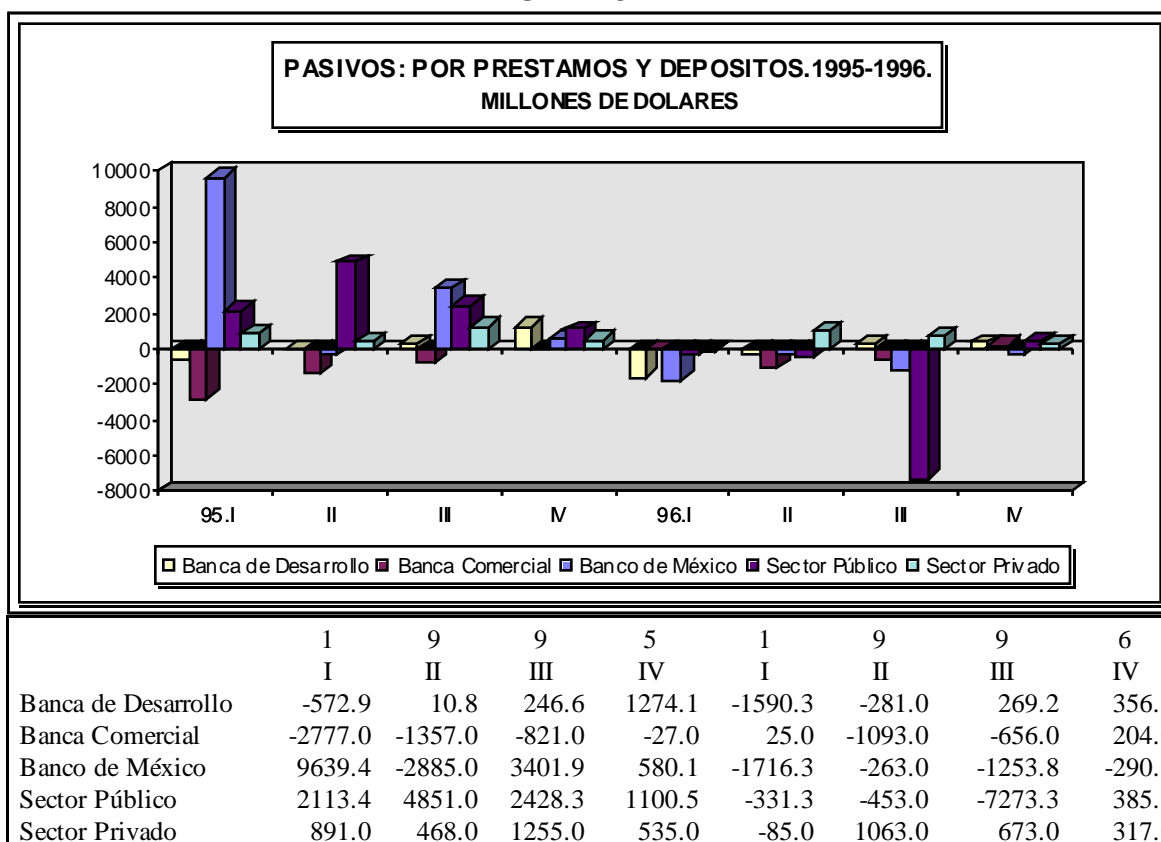
---

representaban el 55%. Cf. **Mexico economic and financial report**, january 1997, U. S. Embassy, México

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.

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 4)

GRÁFICA 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 estadounidense, 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). Se trató del mayor paquete de respaldo financiero de la historia (propio de una crisis catalogada por Michel Camdessus como “la primera del siglo XXI”) : un total de 51.8 miles de millones de dólares aportados de la siguiente manera : 20 miles de millones de dólares provenientes del gobierno de los Estados Unidos; 17, 759 millones de dólares del FMI (equivalentes a 12 070.2 DEG); 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.<sup>5</sup>

El 21 de febrero se firmó el paquete crediticio y con ello comenzó a procesarse la salida a la emergencia financiera<sup>6</sup>. 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<sup>7</sup>; 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<sup>8</sup>.

Para mediados de 1995 se había superado la fase álgida de la crisis financiera, y aún cuando entre septiembre y diciembre de ese mismo año volvería a hacerse presente un período 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 a la declinación y reestructuración de la deuda pública interna, la espiral del endeudamiento externo tendrá un relanzamiento significativo. De 1994 a 1995 la

---

<sup>5</sup> Cfr. **Mexico economic and financial report**, January 1997, U. S. Embassy, México City, Annex XII, "The financial package", p. 144. .

<sup>6</sup> Frente a la incertidumbre provocada por el rechazo del congreso estadounidense a un paquete de rescate, el gobierno mexicano contempló la posibilidad de un plan de emergencia conocido como "Plan B". En palabras del Sr. 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", Roberto González A., "El Plan B era la medicina amarga contra la crisis", **Excelsior, Sección Financiera**, marzo 9 de 1997.

<sup>7</sup> Cfr. **Mexico economic and financial report**, January 1997, Table 24, p. 50, U. S. Embassy, México City Ibid.

<sup>8</sup> 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>

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 2**).

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 dm; en agosto de 1996 se hace un pago de 7 000 millones de dólares y finalmente en enero de 1997 se liquida el adeudo. 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.<sup>9</sup>

En virtud de 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 período 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%.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> 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 FMI.

<sup>10</sup> Cfr. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, "**México's Final Repayment to the U.S. Treasury**". 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

CUADRO 2  
DEUDA EXTERNA (1994-1995)  
 (Miles de Millones de dólares)

Rubros	1994	1995
<b>Sector Público</b>	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	
<b>Bancos Mexicanos</b>	25.1	20.9
<b>Sector Privado</b>	22.1	23.5
<b>Banco de México (FMI)</b>	3.9	15.8
<b>TOTAL</b>	<b>136.5</b>	<b>161.1</b>
Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Libro de Datos Estadísticos Económicos y Financieros, Marzo 31, 1996.		

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. Pero hacia 1996 al retomar la economía mexicana la senda de la

---

externa en interna. Cf. María Isabel Melchor, “**Hacienda convertirá deuda externa en interna, vía Bolsa Mexicana de Valores**”, *Crónica*, abril 16 de 1997. Al 31 de marzo de 1997 la deuda externa sumó 145MMD, de los cuales 107MMD (equivalente al 30% del PIB) correspondían al sector público y 38 MMD (11% del PIB) al sector privado. Cf. SHCP, “**Boletín Panorama Latinoamericano**”, julio 18 de 1997, Año VIII, No.34, p.6, <http://www.shcp.gob.mx/publica/panorama/pl-344.html>.

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.

### 4.3 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 3**).

**CUADRO 3**  
**COMERCIO EXTERIOR 1994-1996**  
**(Crecimiento y estructura)**

Rubros	1994		Participación		1995		Participación		996		Participación		95/94	
96/95														
<b>Saldo</b>	-18463.6				7088.5				6530.9				(-138.4)	-7.9
<b>No maquila</b>	-24266.8				2164.0	30.5			115.3	1.7			(-108.9)	-94.7
<b>Maquila</b>	5803.1				4924.5	69.5			6415.6	98.3			-15.1	30.3
<b>Exportaciones</b>	60882.2				79541.6				95999.7				30.6	20.7
<b>Petroleras</b>	7445.0	12.2			8422.6	10.6			11653.7	12.1			13.1	38.4
<b>No Petroleras</b>	53437.2	87.8			71119.0	89.4			84346.0	87.9			33.1	18.6
<b>Agropecuarias</b>	2678.4		5.0		4016.2		5.6		3592.2		4.2		49.9	-10.5
<b>Extractivas</b>	356.7		0.7		545.0		0.8		449.1		.5		52.8	-17.6
<b>Manufactureras</b>	50402.1		94.3		66557.9		93.6		80304.5		95.3		32.1	20.6

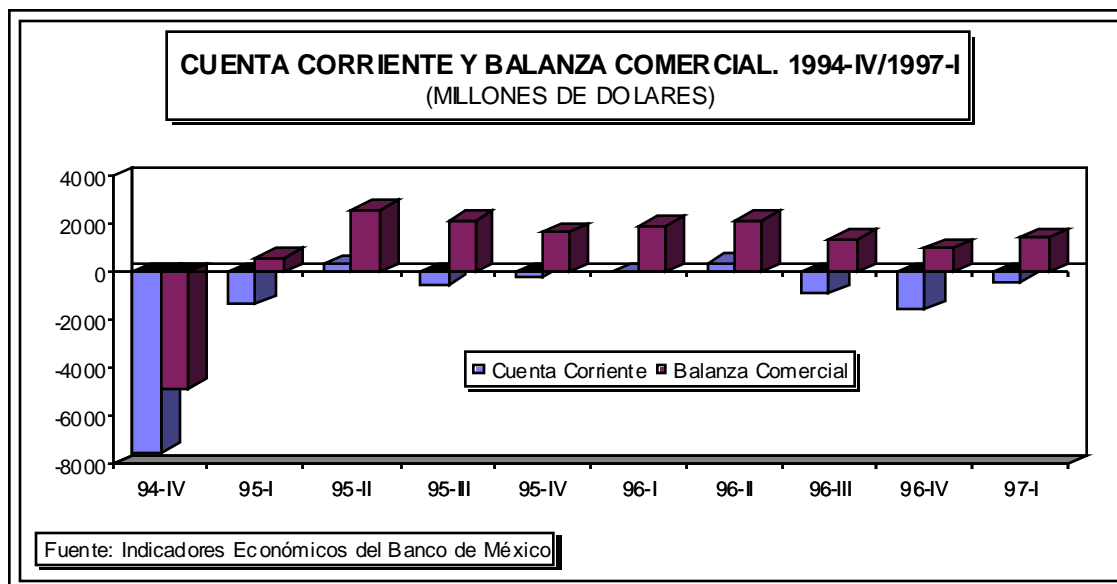
<b>Maquila</b>	26269.2			52.1	31103.3			46.7	36920.3			46.0	18.4	18.7
<b>Resto</b>	24132.8			47.9	35454.6			53.3	43384.2			54.0	46.9	22.4
<b>Importaciones</b>	79345.9				72453.1				89468.7				-8.7	23.5
<b>B. de Consumo</b>	9510.4	12.0			5334.7	7.4			6656.7	7.4			-43.9	24.8
<b>B. Intermedios</b>	56513.7	71.2			58421.1	80.6			71889.6	80.4			3.4	23.0
<b>Maquila</b>	20466.2		36.2		26178.8		44.8		30504.7		42.4		27.9	16.5
<b>Resto</b>	36047.6		63.8		32243.3		55.2		41384.9		57.6		-10.6	28.3
<b>B. de Capital</b>	13321.7	16.8			8697.3	12.0			10922.3	12.2			-34.7	25.6

Fuente : Indicadores Banco de México, marzo de 1996.

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 período 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 5**)

## GRÁFICA 5





	1994	1	9	9	5	1	9	9	6	1997
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Cta. Cte.	-7,496.2	-1,354.7	356.3	-450.5	-128	45.7	404.2	-844.9	-1,527.3	-405.6
Bza. Com	-4,821.9	596.7	2,598.9	2,214.6	1,678.4	1,934.	2,197.	1,411.	987.4	1,513.
						3	4	9		5

En lo que respecta a la dinámica de las exportaciones, durante 1995 destacan por arriba del alto incremento promedio anual (30.6%), las extractivas (52.8%), agropecuarias (49.9%) y manufactureras (no maquila) (46.9%), y por debajo del promedio las exportaciones de la maquila (18.4 %), así como las petroleras (13.1%). Pero en 1996, con un crecimiento general promedio mucho menor (20.7%) únicamente las exportaciones petroleras (38.4%) y las manufactureras no maquila (22.4%) alcanzan ritmos de crecimiento mayores al global.

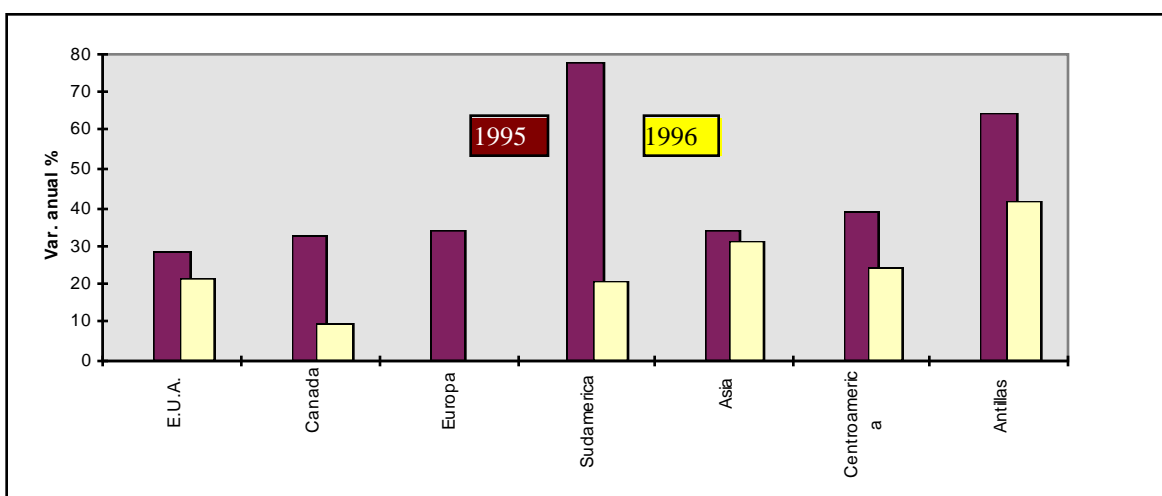
Atendiendo al destino por regiones de las exportaciones durante 1995 las dirigidas a los Estados Unidos se incrementaron 28.24%, ligeramente debajo del nivel promedio, (30.6%) mientras que, arriba de dicho nivel, las dirigidas a Europa y Asia crecieron 34%, a

Centroamérica 39%, a las Antillas 65% y hacia Sudamérica 78%. Este dinamismo se desaceleró notablemente para el caso de Europa y Canadá durante 1996 mientras que en el caso de Asia y las diversas regiones de América las tasas de crecimiento se ubicaron en rangos de 20-30%. (Gráfica 6)<sup>11</sup>

## GRÁFICA 6

### Dinámica de las exportaciones por regiones del mundo

1995/1996



Fuente : Zedillo Ernesto, 3er Informe de Gobierno, 1997, Anexo Estadístico p. 114

Considerando la estructura del comercio exterior por destino geográfico, en estos años se acentúa la concentración tanto de las exportaciones como de las importaciones dirigidas/provenientes a/de los Estados Unidos, y como consecuencia de lo anterior sólo Sudamérica, Centroamérica y las Antillas elevan marginalmente su participación como destino de las exportaciones mexicanas; en el caso del origen de las importaciones, todas las regiones del mundo ven decrecer sus márgenes de ponderación -a excepción de las de muy poco monto provenientes de las Antillas.

<sup>11</sup>Cf. Ernesto Zedillo, **Tercer Informe de gobierno**, Anexo Estadístico p. 114

**Cuadro 4**

<b>Estructura del</b>						
<b><u>Comercio Exterior por Regiones 1994-1996</u></b>						
	Exportaciones			Importaciones		
Estructura	1994	1995	1996	1994	1995	1996
E.U.A.	84.89	83.32	83.9	69.02	74.4	75.51
Canadá	2.46	2.5	2.26	2.04	1.9	1.95
Europa	4.91	5.04	4.19	12.28	9.99	9.32
Sudamérica	2.68	3.65	3.64	3.26	1.95	1.94
Asia	2.54	2.61	2.84	12.16	10.73	10.13
Centroamérica	1.12	1.2	1.23	0.22	0.13	0.20
Antillas	1.17	1.48	1.74	0.31	0.4	0.32

Fuente : Misma Gráfica 7

De acuerdo al tipo de producto, del total de las exportaciones efectuadas en 1995, un 49.7% descansó en las ventas de maquila y petróleo, y 50.6% en 1996. En esos dos años, dentro del rubro de las exportaciones no petroleras, las manufactureras mantuvieron estable su elevada participación -del orden del 93-95%- en la canasta de exportación.

Dentro de las exportaciones manufactureras, en este bienio el peso de las no maquiladoras 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, 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<sup>12</sup>.

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 (Ver Cuadro 5). 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 solo 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.

En este mismo cuadro 5 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

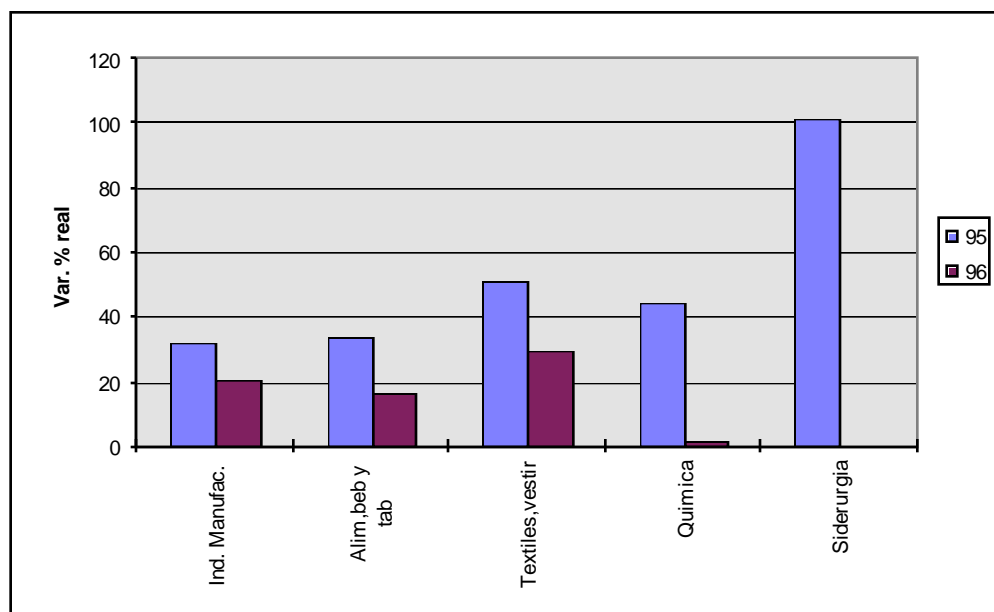
---

<sup>12</sup>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, Víctor Godínez 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). **“La hora de la política industrial”, La Jornada**, abril 16 de 1997.

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 mas 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 período 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;<sup>13</sup> En general el sector manufacturero y las cinco ramas consideradas elevan significativamente su coeficiente de exportación a importación, siendo especialmente notorio el caso de los textiles.

**Gráfica 7**

**Exportaciones manufactureras. Ramas seleccionadas, 1995-1996**



**Cuadro 5**

<sup>13</sup> En el año de 1994 solo 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.

**Saldos comerciales y coeficientes de exportación**

**- ramas del sector manufacturero-**

**1994-1996**

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

Hasta aquí lo relativo a las cifras anuales de las exportaciones.

Pasando 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%) y en contraste sobresale el moderado crecimiento en los intermedios (3.4%) y sobre todo de los insumidos por la industria maquiladora (27.9%). Por regiones la contracción de las importaciones operó fundamentalmente en el comercio con el sur del Continente, en promedio un 45%, mientras que las efectuadas a Europa y Asia disminuyeron 25 y 19%, respectivamente<sup>14</sup>.

Para 1996 tiene lugar una notable recuperación general de las importaciones (23.5%) en especial las de bienes de consumo (24.8%) y bienes de capital (25.6%). En un análisis de la evolución trimestral resalta que hacia el primer trimestre de 1996, aún en la

<sup>14</sup>Cf. Cf. Ernesto Zedillo, **Tercer Informe de gobierno**, 1997, Anexo Estadístico p. 115..

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 %.<sup>15</sup>

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 como un todo, 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 altas de crecimiento registradas durante los dos semestres de 1995 (33.3% y 33.1%) (Ver Cuadro 6)

**CUADRO 6**  
**EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR 1995-1996**  
(Variación Trimestral/mismo período año anterior)

<b>Rubro</b>	<b>1 I</b>	<b>9 II</b>	<b>9 III</b>	<b>5 IV</b>	<b>1 I</b>	<b>9 II</b>	<b>9 III</b>	<b>6 IV</b>
<b>PIB (base 80)</b>	-0.8	-10.5	-9.6	-6.6	-1.1	7.9	8.1	
<b>PIB (base 93)</b>	-1.0	-9.8	-8.1	-5.8	-1.0	7.2	7.4	
<b>Cuenta Corriente (*)</b>	-80.0	(-104.5)	-94.1	-98.8	-97.0	52.9	74.5	1435.2
<b>Balanza Comercial (*)</b>	(-113.9)	(-157.1)	(-146.1)	(-134.8)	224.1	-15.5	-36.2	-41.2
<b><u>Exportaciones</u></b>	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	20.38	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
<b><u>Importaciones</u></b>	0.6	-13.2	-10.0	-11.2	9.6	25.7	27.7	30.6

<sup>15</sup> 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 5).

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

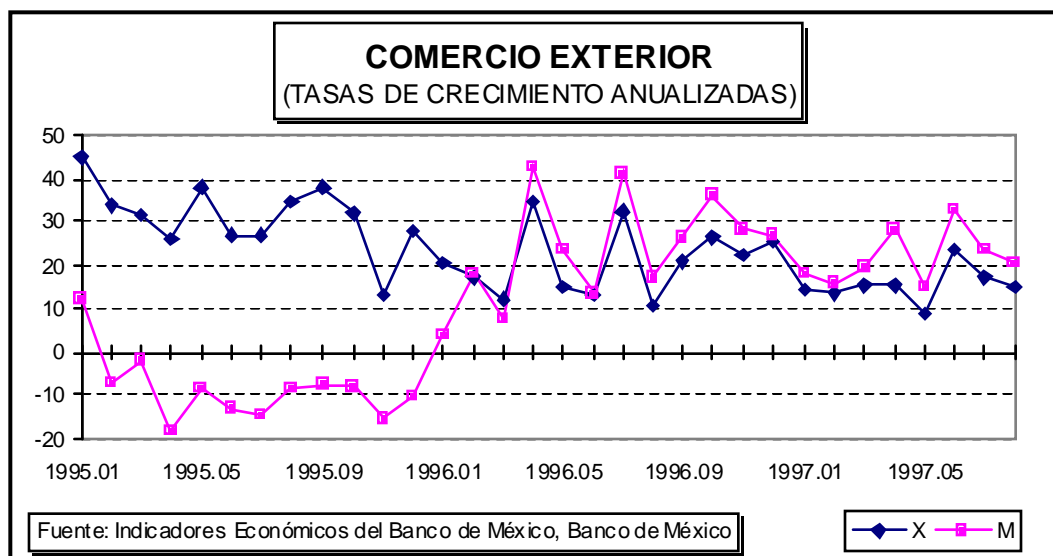
(\*) Los valores negativos entre paréntesis significan reducción o corrección del déficit.

Fuente : Elaboración propia en base a Indicadores Banco de México, marzo de 1996.

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

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 período, 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 8)

GRÁFICA 8





#### 4.4 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 ampliando progresivamente, reaparece en la configuración del nuevo ciclo el espectro de la eventual generación de crecientes déficits en balanza comercial alimentados por un proceso de apreciación cambiaria. En particular la creciente oferta de dólares que se ven atraídos 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.<sup>16</sup>

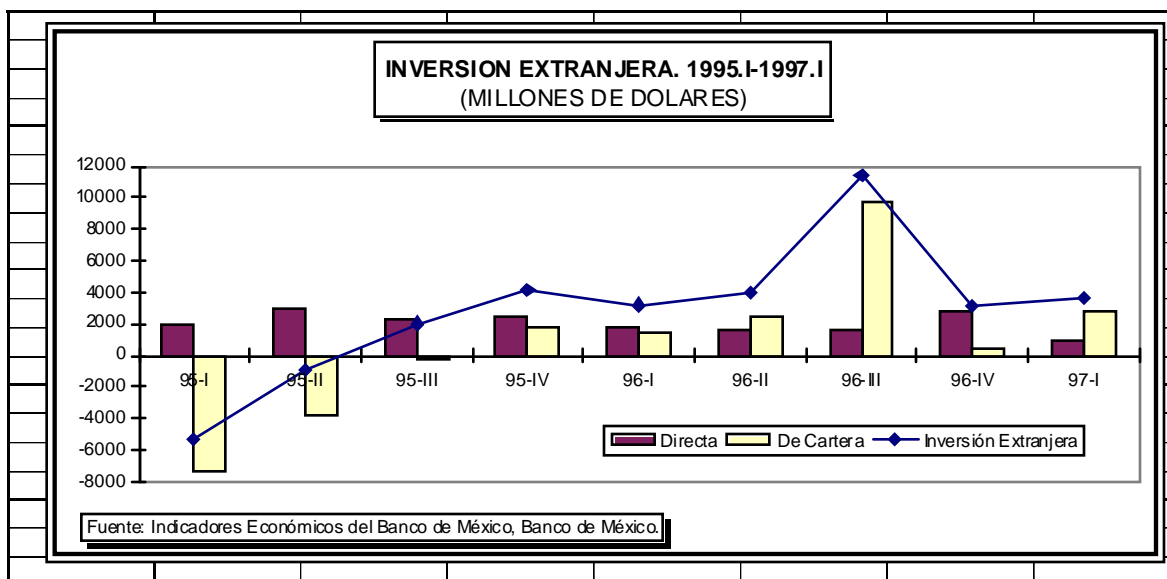
La siguiente gráfica muestra la evolución trimestral de la inversión extranjera. En ella destaca el condicionamiento que ejerce la inversión de cartera, particularmente la dirigida al mercado de dinero, sobre el movimiento global de los flujos; pero destaca sobre todo, recordando una de las condiciones 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 solo el 34.98% de la inversión foránea total

---

<sup>16</sup> Ver al respecto los estudios citados por Adrián de León Arias en “**Adoptando el dólar?**”, **Revista Nexos** No. Septiembre de 1997, 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 a Gabriel Szekely, “**Es un paso más del TLC**”, **Excelsior**, abril 8 de 1997, p. 1

en promedio se dirigió a la compra de activos reales, mientras que el restante 65.02% correspondió a activos líquidos. (Gráfica 9)

**GRÁFICA 9**



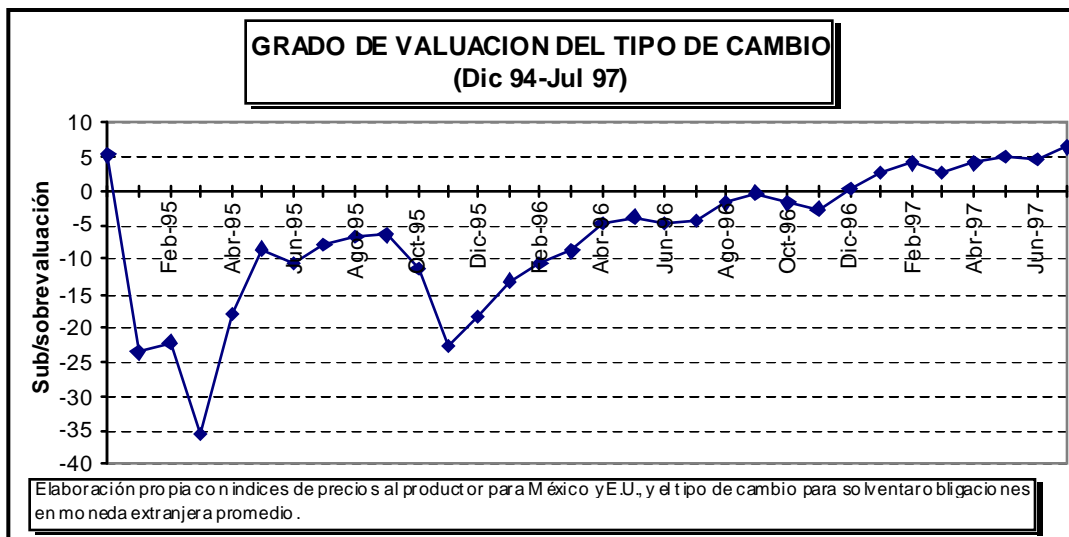
	1 I	9 II	9 III	5 IV	1 I	9 II	9 III	6 IV	1997 I
Inv. Extranjera	-5,372.3	-919.0	2,006.3	4,096.6	3,196.8	3,922.4	11,465.1	3,188.1	3,679.4
Directa	1,982.8	2,913.6	2,254.7	2,375.2	1,702.8	1,515.2	1,677.1	2,723.5	860.1
De Cartera	-7,355.1	-3,832.6	-248.5	1,721.5	1,494.0	2,407.2	9,788.0	464.6	2,819.3

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%<sup>17</sup>. A partir de este nivel, dicho margen ha presentado la siguiente evolución : a) de abril a septiembre de 95 se redujo rápidamente, por efecto del acelerado proceso inflacionario interno vs 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 10)

## GRÁFICA 10

---

<sup>17</sup> 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.



De acuerdo a lo anterior, la actual recuperación ha reeditado la polémica que tuviera lugar en años pasados, en torno a la necesidad de mantener un “tipo de cambio competitivo” a 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 a fin de asegurar por esa vía márgenes de competitividad, provocaría inestabilidad financiera y eventualmente un colapso como el ocurrido en diciembre de 1994.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Calvo, Guillermo A. y Mendoza, Enrique G. "El peso y el espejismo de la inflación" Reforma, Octubre 14, p.6., 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).

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 períodos 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 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 a 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 acuerdo a 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 esa.<sup>19</sup>

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 a fin de 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 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 supondría también poner a prueba la solidez de la recuperación en curso, especialmente de la política de control inflacionario, ya que el encarecimiento de la divisa estadounidense (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.

Banco de México, no había querido correr ese riesgo y en lugar de reducir las tasas reales de interés (a principios de agosto era 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

---

<sup>19</sup> “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” Lecuona Ramón, **“Reforma Estructural, movimientos de capital y comercio exterior en México”**, Op. cit., p. 93

millones de dólares mensuales. La experiencia de las dos tandas, sin embargo 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”<sup>20</sup>

#### 4.5 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 surgen signos de recuperación y nuevamente la fragilidad del sector externo limita 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 ésto 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- e inhibe una expansión-integración del reducido núcleo industrial-exportador<sup>21</sup>. De hecho no sólo genera desequilibrio externo (o lo agudiza)

---

<sup>20</sup> María de Jesús Espinoza, “**Se aprecia la cotización del peso por la entrada de capitales**”, **Excelsior, Sección Financiera**, octubre 3 de 1997.

<sup>21</sup> “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”, Víctor M. Godínez, “**La hora de la política industrial**”, **La Jornada**, 9 de marzo de 1997. De acuerdo a un estudio del Grupo Financiero Bancomer (Cfr. “**Empresas Altex crecieron 437% de 1988 a la fecha**”, **Novedades**, 28 de marzo de 1997), las empresas ALTEX ( definidas como aquellas que colocaron exportaciones directas mínimas anuales por dos millones de dolares o ventas externas equivalentes al 40% de sus ventas totales, o bien aquellas con exportaciones indirectas equivalentes al 50% de sus ventas globales) pasaron de 348 en 1988 a 1 876 en 1996. De acuerdo a datos del CEESP (Excelsior, enero 21 de 1997) en 1994 las 20 principales empresas exportadores colocaban el 48% de las ventas totales al exterior,

sino que además propicia un “desencadenamiento” de los eslabones productivos en la medida que se alienta la importación de bienes intermedios en demérito de la producción doméstica. El problema de fondo no radica 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’ implementado por 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 vehementemente por el propio Banco Mundial, de cara a los peligros que encierran las “crisis financieras de alta volatilidad”<sup>22</sup>.

Precisamente una crisis de éste tipo es la que, a partir de mediados de 1997 - fecha hasta la que aborda éste trabajo- ha dominado el panorama económico internacional : el llamado “efecto dragón”. Tailandia, desde fines del mes de junio, ha sido el primer país de Asia del Este en entrar en crisis, seguida por Indonesia y Malasia. El crac en cascada llega en octubre a Hong Kong y a fines de ese mes provoca una caída en Wall Street y las principales plazas del mundo que recuerda en principio el desplome bursátil de octubre de 1987. Es un

---

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, a su interior, ha disminuido la concentración de la actividad exportadora.

<sup>22</sup> Cfr. Gustavo Chavolla N., “**Recomienda el BM frenar la entrada de capitales especulativos a la Bolsa**”, **Universal**, Sección Financiera, 17 de abril de 1997.



hecho que a los países del este asiático les ha tocado su turno en 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 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 en el corto plazo es positivo, 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 competencia comercial en los mercados mundiales.