

Sección: Espacios e ideas

México en la economía global: importación de capital y endeudamiento externo

*Julio F. Goicoechea**

El presente artículo se remonta a la caída del acuerdo de Bretton Woods a inicios de los años setenta, cuando se registra el surgimiento de los procesos de libre flujo de capitales que hasta el presente imperan en el mundo y particularmente en la economía mexicana. Después de exponer los elementos macroeconómicos que configuraron el fin de dicho acuerdo monetario, se analizan las características fundamentales de la deuda pública externa en la década que siguió a 1973, desembocando en la crisis de la deuda de 1982, resultado de un primer ciclo de flujos masivos de capital foráneo al que quedó expuesta la economía mexicana. Posteriormente, se reseña el periodo de ajuste y estabilización que concluye hacia el fin de la década de los ochenta, experimentando un nuevo ciclo de entradas de capital foráneo con la inversión en cartera, particularmente en el lapso de 1990 a 1993. El presente artículo se propone mostrar los rasgos comunes que tienen la inversión en cartera y la deuda pública externa, con el fin de ubicar la entrada de México a los procesos de internacionalización y globalización de capital a partir de 1973.



A este respecto, los flujos de capital foráneo han sido determinantes en el desempeño de la economía mexicana durante el último cuarto de siglo.

DERRUMBE DE BRETTON WOODS Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

Después de un periodo de turbulencia concluido en 1973, el acuerdo monetario de Bretton Woods llegó a su fin, cerrando más de un cuarto de siglo de estabilidad cambiaria y restricción en los flujos foráneos de capital. En dicho acuerdo, surgido en 1944, prevalecieron los puntos de vista de Harry Dexter White, representante norteamericano y cercano colaborador del secretario del Tesoro, Henry Morgenthau. La posición contraria a la de White, enarbolada por John Maynard Keynes como representante del gobierno británico, no se vio expresada en dicho acuerdo.

Formalmente, Bretton Woods se basó, en última instancia, en la existencia de un patrón oro. En este sentido, entre cada divisa ordinaria y el dólar, se estableció un tipo de cambio con dicha divisa, y solamente éste tendría una relación con el oro, a una tasa fija preestablecida por onza del metal precioso.¹ Si bien es cierto que una ecuación conlleva la posibilidad de variaciones para mantener el equilibrio, Bretton Woods suponía la existencia de rigideces, tanto de las especificadas en la ecuación (1), como en la ecuación (2). Es decir, se asumía que los tipos de cambio habrían

de ser fijos, mientras que la paridad dólar-oro habría de permanecer a una tasa inalterada, *i.e.* 35 dólares por onza de metal precioso. En breve, se asumía que los valores de las divisas entre sí, y el valor del dólar en términos de oro, más que ser variables, habrían de ser magnitudes dadas. En relación a la paridad dólar-oro, el acuerdo monetario implicaba que Estados Unidos estaría dispuesto a comprar y vender oro al tipo de cambio preestablecido, convalidando con esta práctica el patrón oro al que formalmente estaba sujeto.

Teóricamente, la implantación de un patrón oro en el esquema de Bretton Woods, conllevó un fuerte sesgo mercantilista y, en términos prácticos, una intención de restringir al gobierno americano para no incurrir en políticas expansivas y por ende emisiones excesivas de circulante que pudieran poner en entredicho al esquema monetario en su conjunto. Es decir, el valor de los billetes norteamericanos emitidos estaría en función o estrechamente vinculado a las reservas de oro en poder del gobierno de Estados Unidos.

Desde 1960, el economista británico Robert Triffin detectó el hecho de que el comercio mundial estaba creciendo con relativa rapidez, a una tasa cercana al 7 por ciento anual, una vez que se habían recuperado las economías europeas y japonesa, de los efectos de la Segunda Guerra Mundial. Por otra parte, la oferta de oro apenas aumentaba entre 1.5 y 2 por ciento anual. Siendo el dólar la moneda de reserva, todas las

transacciones internacionales de mercancías se efectuaban, en la práctica, con el dólar como medio de circulación. Dicho de otro modo, Estados Unidos tendría que dotar al comercio internacional de divisas para que no hubiese escasez de dólares en el mercado mundial. Al lograr este propósito, Estados Unidos incurrió en déficits masivos en cuenta corriente. Es decir, estuvo comprando más bienes y servicios y efectuando más pagos al exterior por ingresos del capital y trabajo, que lo que vendió de dichos rubros al exterior. Por contrapartida, el dólar se debilitaría en relación con el resto de las monedas, debido a que las autoridades monetarias norteamericanas tendrían que emitir grandes cantidades de dólares para cubrir el déficit. Ante este predicamento, la solución parecía difícil. Si Estados Unidos renunciaba a proporcionar liquidez al comercio internacional, el dólar saldría fortalecido y el mercado mundial quedaría sin suficiente monto de medio de circulación. Dicho de otra manera, Estados Unidos enfrentaba lo que se conoce como la paradoja de Triffin.² Es decir, al incrementar la oferta de dólares en el mercado mundial, se debilitaría el valor del dólar, pero resolvería los problemas de liquidez del propio comercio mundial. Por oposición, un fortalecimiento en el valor del dólar, implicaría una escasez de esta moneda a nivel internacional, en la conducción de transacciones. En síntesis, esta paradoja plantea la imposibilidad por parte de Estados Unidos de lograr un dólar

fuerte y al mismo tiempo de dotar al mundo de liquidez internacional suficiente para el comercio externo.

La solución al predicamento planteado por Triffin se hizo patente. En 1967 y 1968, el déficit federal en Estados Unidos se tornó deficitario, con un monto de 8.3 y 2.8 miles de millones de dólares. A su vez, en 1967, la libra esterlina se devaluó 14 por ciento, poniendo de manifiesto la endeblez de una divisa clave en el ámbito internacional. En 1968, los bancos centrales del mundo desarrollado dejaron de comprar y vender oro a particulares, restringiéndose a comerciar entre sí con el metal precioso a un precio hasta 20 veces mayor que el oficial, *i.e.* US\$700 por onza. En 1968 y 1969, el superávit en la cuenta corriente de Estados Unidos fue insignificante, y se tornó negativo en 1971 y 1972, sacrificándose la solidez del dólar por la abundancia de medios de circulación de esta moneda. El 15 de agosto de 1971, Estados Unidos anunció que dejaría de comerciar oro con los bancos centrales extranjeros, ante lo cual se rompía todo vínculo entre la divisa norteamericana y el oro, al tiempo que se introdujo un arancel de 10 por ciento en todas las importaciones norteamericanas, para abatir el déficit en cuenta corriente. En diciembre de 1971 se celebró el Acuerdo Smithsoniano, que implicó el desarrollo de nuevos esquemas cambiarios. El yen y el marco se revaluaron 17 y 13 por ciento, respectivamente.³ Se acordó por parte de los bancos centrales, el ampliar la franja de

flotación de las monedas a 2.25 por ciento; cifra superior al 1 por ciento que había imperado desde 1944. Estados Unidos anunció que el precio del oro se modificaría de 35 a 38 dólares por onza. La trascendencia de esta declaración radica en que oficialmente se reconocía la caída en el valor del dólar, más allá de que hubiera dejado de ser objeto de intercambio con el oro. Aunque en febrero de 1973 hubo una nueva devaluación del dólar a us\$42.22 la onza, en el mundo imperaba la libre flotación de las monedas, reflejo de la inestabilidad cambiaria auspiciada por el flujo creciente de capitales a nivel internacional.

El establecimiento de una equivalencia dada entre el oro y el dólar conllevaba una incongruencia. Incluso, aunque Estados Unidos no hubiera incurrido en déficits federales tanto para la expansión de sus programas sociales de educación pública y de rehabilitación urbana, como para financiar la guerra en Vietnam durante la segunda mitad de los años sesenta, no es plausible pensar que la cantidad de circulante que emite, en este caso Estados Unidos, tenga que estar subordinada al volumen de oro disponible en las entrañas de la tierra. Es decir, la producción de valor en Estados Unidos y la necesidad de emitir circulante no pueden frenarse o detenerse por el hecho de que no se disponga de más metal precioso para respaldar dicha moneda. Por otra parte, no es congruente que la productividad del trabajo en Estados Unidos, expresada de manera sintética en el dólar, tenga que

corresponder a las reservas de oro en el poder de la banca central norteamericana, con el fin de mantener una tasa determinada de cambio. Independientemente de estos problemas prácticos, que ponen en entredicho a cualquier patrón oro, la tentación del señoreaje por parte de Estados Unidos, fue patente. En otras palabras, gracias al privilegio de ser la moneda de reserva, fue posible cubrir déficits en cuenta corriente con una alza en las tasas de interés, entradas de capital y medidas contractionistas de la actividad económica interna, así como emisión de más circulante, debilitando al dólar y, finalmente, haciendo añicos su lazo con el oro.

PETRODÓLARES Y DEUDA PÚBLICA EXTERNA

Ante la caída en el valor del dólar, los precios de las materias primas no tardaron en hacerse sentir. En 1973, el crecimiento de éstas expresado en forma de índice, creció 33.3 por ciento en relación a 1970.⁴ Para 1974, dicho aumento había alcanzado 56 por ciento.⁵ Si bien la devaluación del dólar ya se había manifestado en 1973, el efecto fue palmario un año después.

Con el descenso en el valor del dólar y la consiguiente alza de precio de las materias primas en el mundo, se elevaron los superávits de los países exportadores de petróleo; particularmente los de los países árabes, los cuales se vieron ante una plétora de dólares en su haber. Decidieron depositar sus

saldos en bancos comerciales de países desarrollados, como rentistas de capital líquido, más que comprar empresas occidentales, aparentemente con riesgo de expropiación, y menor movilidad en dichos fondos. Ante esta situación, los bancos comerciales del mundo desarrollado encontraron un doble problema. Por una parte, las transferencias de los saldos de dólares obtenidos por los países exportadores de petróleo, conocidas como petrodólares, crecían geométricamente; por otra parte, el inicio de una recesión en Estados Unidos, se transmitía con algún rezago al resto del mundo desarrollado. La actividad económica privada en el mundo desarrollado —y no desarrollado— carecía de perspectivas para demandar dichos fondos, a raíz de la contracción económica. Los banqueros comerciales del mundo desarrollado, tornaron los ojos a los gobiernos de los países en desarrollo, particularmente en el continente americano. Si sus expectativas quedaban confirmadas, se conciliarían al tiempo dos cuestiones: exceso de oferta de liquidez y ausencia de demanda de fondos prestables. Formalmente, el esquema no conllevaba mayores riesgos. Se suele afirmar que la deuda en que incurre un gobierno, también llamada deuda soberana, es segura de por sí, debido a que un gobierno nunca podría entrar en quiebra; en otras palabras, siempre contará con causantes a quienes les pueda confiscar vía impuestos, una parte de su ingreso. Sin embargo, la deuda pública conlleva de

suyo una dificultad crediticia. Un crédito al gobierno es capital a préstamo para el acreedor, pero para el deudor es, o fue, gasto público. Esto es, a diferencia de un crédito para un productor privado, el cual lo invierte en activos que respaldan el préstamo, e incluso en un momento extremo sirve para liquidar el adeudo en caso de insolvencia, la deuda pública sólo es susceptible de amortizarse con nuevos ingresos fiscales, o bien con emisión neta de deuda.

Con la eliminación del acuerdo de Bretton Woods, desapareció toda restricción para los países tanto para devaluar o revaluar sus monedas, como para liberalizar el movimiento de capitales. Devaluación del dólar, alza en el precio del petróleo, flujos internacionales de capital sin regulación o freno, fueron las premisas bajo las cuales se construyó la deuda pública externa en el mundo, a partir de los años setenta. En el caso particular de América Latina, a partir de 1973 se inician los flujos de crédito sin restricciones a gobiernos de la región por parte de bancos privados del mundo desarrollado.

Hasta 1972, la fuente primordial de créditos externos eran de instituciones multilaterales. Por ejemplo, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Mundial, Corporación Financiera Internacional, entre otras. A la fecha, dichas instituciones siguen prestando a tasas de interés inferiores a las que privan en el mercado, con plazos de amortización superiores a una década, para ser invertidos en proyectos específicos bajo

estricta supervisión de crédito. Efectúan seguimiento en su uso y aplicación, con el fin de evitar desvío de fondos y los préstamos están destinados a actividades de infraestructura, o bien de apoyo y fomento a sectores productivos, sin menoscabo de la política común con el Fondo Monetario Internacional (Lichtensztein y Baer, 1982).

En 1973 se inaugura un periodo de amplia movilidad internacional en los flujos de capital que deriva en una división en el movimiento de éstos. Por una parte, un grupo de países, gracias a su fortaleza productiva, se dedicarían a ser exportadores netos de capital, ampliando sus ámbitos de producción más allá de sus fronteras formales. Por contrapartida, el resto del mundo habría de convertirse en importador neto de capital, sirviendo pasivamente como reducto para ampliar la frontera económica de capitales foráneos.

Los bancos comerciales ofrecían fondos prestables bajo una tesitura radicalmente diferente. Por ejemplo, sus créditos eran a un plazo menor de una década, con tasas de interés flotantes⁶ y libertad irrestricta en el uso y destino de los fondos. En breve, se ofrecía un crédito sin ataduras ni condición o limitante alguna disponibles para los gobiernos de países en desarrollo. México se incorporó de inmediato a este proceso globalizador, contratando deuda pública externa con bancos acreedores privados en el exterior, constituyéndose en creciente importador neto de capital. Aprovechando los flujos de capital ex-

cedentes, disponibles en los bancos comerciales del mundo desarrollado, la suscripción masiva de deuda por parte de los gobiernos tercermundistas dio comienzo. Es importante mencionar que no todos los países del mundo en desarrollo entraron a la vorágine de endeudamiento con la misma intensidad. Por ejemplo, entre 1973 y 1982, el saldo de la deuda pública externa creció 1.8 y 2.6 veces en Chile y Colombia, respectivamente, mientras que en Brasil fue de 6.5 veces y en México de 9.2 veces (World Bank, 1997). Los montos de endeudamiento fueron muy heterogéneos entre países de la misma región, resultando en una gran disparidad en la intensidad de endeudamiento foráneo.

En 1972, la deuda pública externa mexicana significó saldos inferiores a los 4.01 miles de millones de dólares por parte de México, incrementándose 30.7 por ciento un año después. Considerando que para 1982 la deuda pública externa había ascendido a 51.6 miles de millones de dólares, su crecimiento fue de 11.9 veces. Es decir, esta deuda aumentó, en promedio, más del 100 por ciento anual. Dicho crecimiento exponencial obedeció a una lógica consecuente con la oferta de capitales foráneos a México, similar a la que operó entre otros países endeudados del mundo en desarrollo. Los desembolsos que México recibió año con año entre 1973 y 1982 fueron sistemáticamente mayores al servicio de la deuda (Goicoechea, 1995). En otras palabras, lo que México

tenía que pagar como principal e intereses para abonar la deuda fue menor al monto del nuevo crédito otorgado por la banca foránea, lo cual fue elemento común en la región.⁷ A lo largo de estos diez años, el país no tuvo que disponer de un sólo dólar generado autónomamente para pagar la deuda. Los nuevos créditos eran suficientes para cubrir con creces las obligaciones de amortización, además de proporcionar un remanente adicional en forma de dólares, que el gobierno podía utilizar como mejor le conviniese. En consecuencia, las transferencias netas de los bancos acreedores fueron negativas. Los gobiernos de los países deudores aceptaron de buen grado estos ofrecimientos anuales, al tiempo que el saldo de la deuda pública externa no sólo crecía por los nuevos créditos que anualmente se estaban otorgando. Además, los vencimientos del principal e intereses, cubiertos por parte de los acreedores como créditos adicionales, engrosaron el saldo deudor.

La política económica mexicana se adecuó a dicha coyuntura de internacionalización y libre flujo de entradas de capital. Los flujos de crédito que arribaban al país eran destinados a estimular la importación de bienes, servicios y pago al exterior de dividendos por inversión extranjera directa. Los dólares que entraron a México como flujo de crédito líquido, en lo fundamental, se constituyeron en poder de compra para estimular las importaciones en general. Fuera del ajuste a la paridad peso-dólar

en septiembre de 1976, el peso estuvo persistentemente sobrevaluado. En otras palabras, las autoridades hacendarias y del Banco de México mantuvieron un poder de compra del peso artificialmente alto. Esta medida posibilitaba que los flujos de dólares que entraban al país en forma de crédito líquido, se utilizaran en compras foráneas, estimulando, con ello, el empleo requerido en otros países para producir las importaciones que México efectuaba, además de la realización de ganancias obtenidas por los fabricantes de dichas mercancías en el país de origen. La deuda pública externa permitió a México demandar mercancías que no había producido, con dólares que no había generado internamente, al tiempo que estimulaba el empleo y las utilidades en economías foráneas. En consecuencia, el saldo de la deuda para el gobierno de México siguió creciendo.

Para las economías de los países acreedores, dichos créditos públicos en el exterior sirvieron para estimular su actividad económica, dotando de poder de compra a gobiernos de países en desarrollo dispuestos a endeudarse. Se estimuló la actividad económica de los países acreedores, con cargo a la deuda externa de los gobiernos de países tercermundistas. Los acreedores estuvieron transfiriendo fondos netos a gobiernos de países endeudados, para mantener esta inyección de demanda efectiva a los países deudores, al tiempo que éstos incrementaban una deuda que no servían autónomamente, creando un

cúmulo de pasivos por demás difícil de detener e imposible de abatir en medio de la inercia por la que transitaban.

La caída en el precio del petróleo en 1979, y posteriormente en 1981, vino a trastocar este mecanismo de dotación de crédito externo. Por añadidura, la apreciación del dólar iniciada en 1979-80 (Dornbusch, 1986), coadyuvó a dificultar el crédito en América Latina, elevando las tasas de interés de la deuda. Los excedentes en dólares generados por los países exportadores de petróleo se esfumaron, reduciendo la liquidez de la que dispusieron los bancos acreedores para seguir refinanciando la deuda pública externa de los países en desarrollo. En 1981 y 1982, México no pudo colocar más bonos de deuda externa a largo plazo, habiendo tenido que conformarse con la obtención de créditos a plazos breves. Con la inestabilidad monetaria, la fuga de capital recibió un impulso considerable, fenómeno que ha perdurado en México.⁸ En agosto de 1982, sin posibilidades de contratar nuevos créditos, y habiéndose terminado las exiguas reservas que el Banco de México pudo acumular, Jesús Silva Herzog, encargado de las finanzas públicas viajó a Washington, manifestando la imposibilidad de pago. Ante dicho riesgo, le concedieron a México una moratoria de tres meses. El gobierno de Estados Unidos adelantó mil millones de dólares como pago por la compra de petróleo a precio especial. Adicionalmente, otorgó una línea de crédito de mil millones de dólares a través de su

agencia exportadora de alimentos,⁹ y un préstamo puente del Bank for International Settlements, de Basilea. Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estructuró un paquete, conminando a la banca comercial a proporcionar 5 mil millones de dólares, aunado a una línea de crédito por 3,800 millones de dólares del propio FMI. El paquete financiero de rescate para México alcanzó 10 mil millones de dólares (Cockroft, 1983 y Channon, 1988). A partir de entonces, se inaugura una fase de crisis de la deuda, con lo que México se adelantó a otros países del continente y del mundo, en lo que habría de ser un largo periodo de ajuste y estabilización económica.

CONTRACCIÓN DE ENTRADAS DE CAPITAL, CRÉDITOS INVOLUNTARIOS Y AJUSTE ESTRUCTURAL

La crisis de la deuda aflorada en 1982 puso de manifiesto la imposibilidad del gobierno de México, así como del resto de estados soberanos endeudados, de seguir obteniendo créditos para servir su deuda. A partir de agosto de ese año, México tuvo que introducir drásticas medidas de política económica, para empezar a servir parcialmente su deuda. Por primera vez en más de una década, el gobierno mexicano tuvo que generar divisas para pagar a sus acreedores. En el plano externo, hubo que abatir las compras de mercancías y servicios en el exterior, pues se carecía de los medios de pago que en la década

previa le proporcionaron. Además, estaba obligado a obtener divisas para amortizar el principal y los intereses. Para lograr un freno a las importaciones, la divisa mexicana sufrió una serie de devaluaciones entre febrero de 1982 y noviembre de 1987. En el plano interno, se comprimió el poder de compra real de los salarios, reduciendo con ello el gasto del que pudieran disponer los trabajadores, reprimiendo su consumo y liberando riqueza susceptible de exportarse para obtener ganancias en divisa foránea, al tiempo que se construyó la importación de alimentos para los sectores asalariados, manteniéndose estancado el mercado interno y el propio producto interno bruto. A pesar del resto de medidas económicas de corte monetarista que se pusieron en marcha, la economía mexicana no se estabilizó ni creció, pero objetivamente cumplió el propósito de pagar, al menos parcialmente, la factura de la deuda externa. En nombre del control inflacionario, se elevó drásticamente la tasa de interés, encareciéndose el crédito y frenando la actividad productiva. Se mejoró la situación financiera de las empresas públicas, para lo cual se elevaron las tarifas de los bienes y servicios proporcionados por el Estado. Con base en el corporativismo oficial imperante en el sector obrero, se logró conminar a los líderes de los trabajadores a fijar los niveles salariales en función de la inflación esperada, y no de la previamente ocurrida. El optimismo oficial en este terreno resultó en aumentos a los sala-

rios nominales, sistemáticamente menores al incremento inflacionario. Con ello se reprimió el salario real, es decir, el salario ajustado por inflación con el índice de precios al consumidor, al tiempo que se abarataba el precio de la fuerza de trabajo para el empresariado de México. La política formal de control inflacionario se convirtió en eficaz mecanismo para servir la deuda foránea, reducir el poder de compra del trabajador, además de abaratar su costo como insumo productivo. En rigor, la inflación no se controló; por el contrario, llegó a niveles de 131.8 por ciento en 1986, con un promedio de 92 por ciento anual entre 1982 y 1988, a juzgar por el índice de precios al consumidor.

En diciembre de 1987 se plantea la firma del Pacto de Solidaridad Económica, el primero de una serie de pactos tripartitos entre gobierno, trabajadores y empresarios. El propósito era lograr un acuerdo en la restricción de alzas de precios y salarios, bajo el supuesto de que los planes previos no habían logrado controlar la inercia inflacionaria. Para romper dicha inercia, se estableció que el pacto conllevara el compromiso de detener el alza nominal de precios, e incluso reducirlos, aunque de manera simbólica por parte de los pactantes involucrados. Bajo esta perspectiva, pero en particular atando el tipo de cambio del peso al dólar, se buscó un freno a la inflación y por ende se detuvo, al menos de manera temporal, el deterioro salarial. Con ello, el mercado interno no iba a continuar reduciéndose, esperando propiciar el crecimiento económico.¹⁰

Sin embargo, la deuda externa seguía pesando sobre la economía mexicana, al igual que en otros países deudores. El llamado Plan Baker de 1986, contemplaba una recuperación de los países deudores para que éstos pudieran solventar sus deudas gracias a nuevas inyecciones de crédito (Goicoechea, 1995). No obstante, dicho plan nunca se materializó. En 1989, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Thomas Brady, propuso una iniciativa en la cual México habría de ser pionero. Se establecieron tres opciones para los bancos privados acreedores, los cuales podrían decidir el aumento de los créditos a sus clientes endeudados en un 25 por ciento más de lo que ya les habían prestado. Por su parte, los acreedores podrían posponer el cobro del principal de la deuda por 30 años, es decir, recuperarlo en el año 2019, con lo cual los gobiernos deudores se obligaban a cubrir los intereses de dicho crédito a una tasa fija de 6.5 por ciento anual, o bien a la tasa flotante LIBOR, pero con un descuento del 35 por ciento del principal a ser pagadero tres décadas más tarde (Wijnbergen, 1990). Independientemente de que cuatro quintas partes de los acreedores se inclinaron por las dos últimas opciones mencionadas, quedó de manifiesto la imposibilidad de pago cabal de la deuda por parte del gobierno mexicano. Por otra parte, quedaba en evidencia el carácter político de la deuda, que requirió un plan orquestado y negociado bajo el liderazgo del Tesoro norteamericano. En otras pa-

labras, los flujos de capital internacionales que habían llegado a México en forma de deuda, no pudieron ser reintegrados a través de las fuerzas del libre mercado, requiriendo la intervención internacional para buscar paliativos al problema, con una solución que no satisfizo a la banca privada acreedora.

Coincidente con el acuerdo de renegociación de la deuda pública externa (Plan Brady), mismo que se firmó en enero de 1990, la tasa de interés en Estados Unidos empezó a descender; signo inconfundible del comienzo de recesión, la sobreoferta de capital no encontraba demanda en aquél país. Los inversionistas norteamericanos y de otras regiones del mundo desarrollado nuevamente tornaron sus ojos a México y al resto de economías denominadas emergentes, las cuales se caracterizan por tener una bolsa local de valores y emitir deuda pública interna, es decir, deuda gubernamental denominada en moneda nacional. La opción de mantener sus capitales líquidos en el mundo desarrollado, no sólo les ofrecía una tasa de interés decreciente. Además, dicho decremento se podría haber agudizado al mantener la sobreoferta de dólares en Estados Unidos, por ejemplo. La alternativa de enviar fondos a economías emergentes conllevaba el comprar acciones locales, o bien títulos de deuda interna, con el propósito ulterior de regresar al punto original de liquidez en dólares, con un incremento superior al que se hubiese obtenido en el mercado norteamericano.¹¹ Dichas operaciones

de cartera, están fincadas en dos premisas económicas básicas. La primera, es la obtención de una tasa de interés local, calculada en dólares, superior a la obtenida en Estados Unidos. La segunda, es que la unidad monetaria local esté sobrevaluada; o sea, que el valor de la divisa esté artificialmente alto. En el caso de México, estas premisas económicas supondrían que la tasa de Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) fuera superior al interés que paga el instrumento equivalente en Estados Unidos, *i.e.* Treasury Bills a 90 días (Goicoechea, 1996). Por otra parte, si el tipo de cambio del peso en relación al dólar se mantiene artificialmente alto (sobreevaluado), el inversionista en cartera puede obtener una cantidad de dólares mayor al reintegrar sus fondos al país de origen. Si por contrapartida, el peso se devalúa, sus ahorros pueden mermarse considerablemente, ya que toda caída en el tipo de cambio reduce el valor de la divisa y por ende de los saldos líquidos en términos de dólares.

Dentro de los programas de ajuste estructural, la privatización ocupó un lugar importante, particularmente a partir de 1989. Ya durante el gobierno de De la Madrid (1982-1988), de 1,115 empresas públicas que había a fines de 1982, se habían vendido 100 y cerrado 279 (Skidmore *et al.*, 1996).¹² La amplia difusión que tuvieron los procesos de privatización en el exterior como muestra de la liberalización económica practicada en México, contrasta con la magnitud de la misma. La participación del

sector público dentro del producto interno bruto se redujo de 20.4 a 15.9 por ciento entre 1988 y 1995. Es decir, menos del 5 por ciento. De este porcentaje, 2.4 por ciento fueron empresas financieras, es decir, banca privatizada, y el restante 2.1 por ciento fueron empresas no financieras. Dentro de este último porcentaje, se ubicaban multitud de pequeñas fábricas administradas por el Estado, como resultado de quiebras e ineficiencias del propio sector privado. Por otra parte, el proceso de privatización se dio de una manera peculiar. Se establecieron barreras para su adquisición a través de un sistema de subastas cerradas, bloqueando con ello el acceso de inversionistas heterogéneos, tanto por su tamaño como por su diversidad. Además, a la fecha no se han publicado estudios sobre el grado de eficiencia previo, durante y posterior a la privatización, para confirmar o refutar que dichos procesos redundaron en menores costos o precios de los bienes y servicios proporcionados.¹³

INVERSIÓN DE CARTERA, CICLO ECONÓMICO NORTEAMERICANO Y LOS "ERRORES DE DICIEMBRE"

A partir de 1990, el peso mexicano empezó nuevamente a elevar su valor, al tiempo que las primas de interés pagadas en México, al tipo de cambio en dólares, eran superiores a las pagadas por los Treasury Bills. Por otra parte, la Bolsa Mexicana de Valores recibió un

influjo de dólares que elevó considerablemente los precios unitarios de las acciones y por ende el valor de mercado de las mismas, sin que necesariamente el capital contable o las utilidades netas de las emisoras se elevara en la misma proporción. El crecimiento en las entradas de inversión en cartera fue manifiesto. Por ejemplo, de 509.1 miles de millones de dólares en el primer trimestre de 1990, se alcanzaron 9,291.4 en el cuarto trimestre de 1993. Al igual que en el caso de la deuda pública externa, estos montos redundaron en un aumento de la demanda externa y, por ende, en un estímulo a la actividad económica foránea. El Banco de México canjeaba los dólares que recibía de los inversionistas en cartera por moneda nacional, para que éstos efectuaran sus transacciones especulativas en el mercado doméstico. Por su parte, dicho instituto central proporcionaba esos dólares a los importadores mexicanos, a fin de que adquirieran del exterior insumos para la actividad productiva o para el consumo final. Cuando en enero de 1994 la tasa de interés comenzó a repuntar en Estados Unidos y los inversionistas institucionales deciden iniciar la repatriación de sus flujos líquidos, el Banco de México ya había dispuesto de esos dólares y por lo tanto no estaban disponibles para que los inversionistas foráneos repatriaran su liquidez en divisa norteamericana.

A partir de enero de 1994, inversionistas foráneos empezaron a vender sus Cetes para adquirir Tesobonos. Este

último instrumento había sido creado en diciembre de 1987, a raíz del primer pacto, obligándose a entregar en moneda nacional el equivalente a dólares, más un premio expresado como tasa de interés. Dicho instrumento había permanecido inactivo, en estado latente, hasta que la propia coyuntura del mercado aconsejó a poseedores de valores líquidos mexicanos comprar estos bonos que funcionaban como instrumentos de cobertura ante posibles devaluaciones del peso. El gobierno norteamericano, en coordinación con el Fondo Monetario Internacional y el Bank for International Settlements, abrió una línea de crédito al gobierno de México de hasta 50 mil millones de dólares. Este crédito permitió que los tenedores de deuda pública mexicana abandonaran su estancia especulativa en México, reintegrándose directamente a la órbita del dólar. Formalmente, se presentó como un rescate a México, pero en rigor fue una operación de salvamento económico para los inversionistas foráneos, los cuales, transgrediendo los términos contractuales de los Tesobonos, los hicieron efectivos como si fuese deuda pública externa.¹⁴ La salida masiva de inversión de cartera durante 1994 requirió de la participación del Tesoro norteamericano para corregir la inestabilidad y falta de solvencia que la propia especulación había provocado. En 1997, el gobierno mexicano liquidó el monto que había recibido del gobierno norteamericano, endeudándose principalmente con Alemania, Japón y

Suiza. En otras palabras, México se endeudó nuevamente para poder pagar, tal y como lo hizo desde 1973 hasta 1982. Al mismo tiempo, se utilizaron excedentes foráneos de capital, reciclando dichos flujos en el mercado financiero internacional. Con esta operación se cerró un nuevo ciclo, en el cual México reafirmó su papel de tributario del capital foráneo, como receptor sobresaliente de capital externo.

CONCLUSIONES

Con el derrumbe de Bretton Woods a inicios de la década de los setenta, se inicia un periodo de exportación de grandes flujos de capital a países subdesarrollados, estimulando un proceso de desequilibrio en las cuentas externas, en particular en países subdesarrollados. Desvinculado el dólar de todo nexo formal con el oro, los excedentes de dicha moneda de reserva arribaron como endeudamiento público externo en países del Tercer Mundo.

A partir de 1973, abundaban los contingentes de dólares producto de la elevación de los precios del petróleo y los saldos positivos en cuenta corriente que los países árabes lograron. Este fenómeno, se vio estimulado por la caída en el valor del dólar y la consiguiente alza en los precios de las materias primas en el mundo. Con dicho endeudamiento, se concilió la ausencia de fondos prestables con la falta de demanda crediticia en los países desarrollados,

quienes enfrentaban una economía en recesión. El uso de dichos fondos canalizados a través de la banca privada foránea se tornó discrecional para los gobiernos de los países endeudados, contrastando con las restricciones de los créditos multilaterales supervisados para proyectos de infraestructura y bienestar social que habían venido impulsando el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros.

El ritmo de crecimiento de la deuda pública externa fue heterogéneo. México, junto con Brasil y Argentina fueron los más dinámicos. El común denominador fue la obtención de nuevos créditos para servir la deuda anteriormente contraída, con lo cual el saldo creció impetuosamente, elevándose más de 1,000 por ciento en el lapso de 1973 a 1982, por lo que a México se refiere. Con dichos flujos de capital, la economía mexicana pudo estimular la importación de bienes, servicios y pago de dividendos a la inversión extranjera directa. Las entradas de capital se constituyeron en demanda externa y estímulo al empleo y a las ganancias en el extranjero. Al mismo tiempo, dejaron un saldo creciente de deuda en México y en el resto de países subdesarrollados. Deuda pública externa se convirtió en demanda de bienes intermedios y finales para los países acreedores.

La caída en los precios del petróleo al fin de la década de los setenta y posteriormente en 1981, fue el detonante que interrumpió el ciclo de endeudamiento, desembocando en la crisis de

la deuda de 1982. La penuria de capital foráneo, misma que perduró durante el resto de la década, sumió en el estancamiento a la economía mexicana. El poder de compra de los salarios se desplomó, frenándose a su vez la proclividad a importar cereales y productos alimentarios para el consumo obrero, contribuyendo a frenar el déficit externo en mercancías. El ajuste económico al que fue sometido la economía mexicana tuvo como objetivo empezar a servir parcialmente la deuda pública ante los acreedores foráneos. La disciplina en el gasto público y los intentos para abatir la inflación fueron los instrumentos.

A partir de fines de los ochenta se implanta la política de privatizaciones de empresas y entidades del sector público, con el fin de abrir nuevos reductos rentables al capital foráneo, asociado minoritariamente con capitales domésticos. Entre otras características, los procesos privatizadores se han operado estableciendo barreras a la entrada de las subastas correspondientes, eliminando la participación de pequeños y medianos ahorradores. A su vez, no se ha determinado la supuesta eficiencia del sector privado vía precios de bienes y servicios proporcionados por empresas privatizadas, con lo cual el beneficio social derivado de la eliminación de monopolios oficiales continúa en espera de ser evaluado.

La renegociación de la deuda firmada en 1990, dentro del Plan Brady, puso de manifiesto la naturaleza política de la misma, y la incapacidad del

mercado para autorregular espontáneamente dichos flujos. Constituyó un procedimiento para permitir la entrada de nuevos flujos de capital foráneo a economías subdesarrolladas selectas, rebautizadas desde entonces como mercados emergentes. El requisito implícito era tener una bolsa local de valores y la posibilidad de emisión de deuda pública denominada en moneda local. Con estas premisas, se da un segundo auge de endeudamiento entre 1990 y 1993, conocido como inversión de cartera, coincidente con un periodo de recesión en la economía norteamericana. Estas entradas de capital, a su vez, se destinaron a estimular la demanda de mercancías en el Primer Mundo y a la consiguiente fuerza de trabajo foránea, así como a las ganancias que de aquellas se derivan. El nuevo ciclo de exportación de capital tocó su fin al comienzo de 1994, al repuntar la tasa de interés en Estados Unidos y recuperándose económicamente. Debido a que las entradas de capital foráneo ya habían sido gastadas en estimular la economía foránea, el gobierno de México dispuso de fondos prestados por el Ejecutivo norteamericano para reintegrar en dólares a los inversionistas foráneos, por las inversiones previamente hechas en moneda local.

Dentro de este proceso, la función de la economía mexicana, junto con otros mercados emergentes, ha sido fungir como receptor de demasías ante los flujos cíclicos de capital foráneo, estimulando la demanda externa de aque-

llos países justamente cuando atraviesan por periodos de plétora de capital, propiciando un auge local derivado de dichas entradas. Por contrapartida, durante periodos de escasez de capital foráneo, corresponde a México implantar la austeridad y sobrellevar la ausencia de crecimiento. Se adecua la política económica interna a la volatilidad del flujos de divisas, circunscribiendo al país a una funcionalidad fincada en la dependencia y en la subordinación.

APÉNDICE I. EL PATRÓN ORO EN EL ESQUEMA DE BRETTON WOODS

Asumiendo una economía mundial de n divisas,

$$\left. \begin{matrix} a_1 \\ a_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ a_{n-1} \end{matrix} \right\} = x_i a_n \quad \text{ecuación (1)}$$

donde $a_1, a_2 \dots a_{n-1}$ son las divisas ordinarias, a_n es la divisa general y universal, es decir el dólar. Además, x_i donde ($x_i = 1, 2, 3 \dots n-1$), representan las fracciones o múltiplos de dólares por los cuales serían cambiadas cada una de las divisas ordinarias; esto es, el tipo de cambio de cada divisa por dólar. Adicionalmente, Bretton Woods contemplaba que:

$$y_a = 1 \text{ onza de oro} \quad \text{ecuación (2)}$$

donde y_a es la cantidad de dólares requeridos para comprar una onza de oro.

En última instancia, las n-1 divisas ordinarias estaban vinculadas al oro y a un tipo de cambio fijo a través del dólar mismo, que fungía como enlace y vehículo de valor.

NOTAS

- ¹ Véase apéndice I (página 91).
- ² Triffin (1960). Posteriormente, Machlup (1964) y Machlup y Malkiel (1964), contribuyeron a este desarrollo.
- ³ Estados Unidos eliminó el arancel del 10 por ciento a los países que revaluaron sus monedas, medida que conllevó, implícitamente, a una devaluación del dólar.
- ⁴ Índice de precios estimado por el Banco Mundial para materias primas procedentes de países con ingresos bajos y medios (IMF, 1997).
- ⁵ Tomando a su vez 1970 como año de referencia.
- ⁶ La referencia sería la tasa LIBOR (London Interbank Offer Rate), vigente para el mercado de eurodólares en el mercado londinense.
- ⁷ "Hasta antes de 1982, los países latinoamericanos logran obtener más préstamos, que lo que pagaron en interés y dividendos." (Channon, 1988: 184).
- ⁸ La posibilidad e implicaciones de introducir un control cambiario, como vehículo para reglamentar los flujos de capital, se esboza en Ros (1982).
- ⁹ Commodity Credit Corporation.
- ¹⁰ Curiosamente, dentro de la administración pública, la puesta en marcha de dicho pacto despertó considerable escepticismo por parte de la ortodoxia económica. Véase, por ejemplo, Gil Díaz et al. (1988) y Blanco (1988).
- ¹¹ No se excluye, en un tercer plano, la colocación en el exterior de obligaciones en dólares por parte de empresas privadas o públicas, con domicilio en economías emergentes.

- ¹² Para un estudio del periodo inicial de privatización en México y su contraste con otros países, véase Ruiz Dueñas (1988).
- ¹³ Este vacío de análisis e información es tanto más relevante por la supuesta ineficiencia inherente del Estado y, por contrapartida, de la supuesta eficiencia del sector privado en México.
- ¹⁴ Es decir, deuda denominada en dólares, con cargo al endeudamiento público mexicano.

BIBLIOGRAFÍA

- Blanco, Herminio
1988 "Comments on Lessons from Mexico" en M. Bruno, G. Di Tella et al. (comps.), *Inflation & Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brasil, Bolivia and Mexico*, MIT, Cambridge, pp. 391-432.
- Cockroft, James D.
1983 *Mexico. Class Formation, Capital Accumulation and the State*, Monthly Review, Nueva York.
- Channon, Derek F.
1988 *Global Banking Strategy*, Wiley, Nueva York.
- Dornbusch, Rudiger
1986 *Dollars, Debts and Deficits*, MIT, Cambridge.
- Goicoechea, Julio F.
1995 "Construyendo una espiral: la deuda pública externa en México" en Víctor Osorio (comp.), *Deuda externa y alternativas: escenario internacional. La deuda externa e interna en México*, Convergencia de Organismos Civiles por la Democracia/El Barzón/Facultad de Economía-UNAM, y otros, México, pp. 107-118.
- 1996 "Evolución reciente del sector externo mexicano" en *Comercio Exterior* vol. 46, núm. 2, febrero, pp. 102-108.
- Gil Díaz, Francisco y Raúl Ramos Tercero
1988 "Lessons from Mexico" en M. Bruno G. Di Tella et al. (comps.), *Inflation & Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brasil, Bolivia and Mexico*, MIT, Cambridge, pp. 361-390.
- IMF
1997 *International Financial Statistics* (Yearbook) International Monetary Fund, Washington.
- Lichtensztejn, Samuel y Mónica Baer
1982 *Políticas globales en el capitalismo: el Banco Mundial*, Centro de Investigación y Docencia Económicas (Ensayos colección economía), México.
- Machlup, Fritz
1964 "Plans for Reform of the International Monetary System", Special Papers en *International Economics*, núm. 3 (versión revisada), International Finance Section, Princeton University, Princeton.
- Machlup, Fritz y Burton G. Malkiel
1964 *International Monetary Arrangements: The Problem of Choice*, Report of the Deliberations of an International Study Group of 32 Economists, Princeton: International Finance Section, Princeton University, Princeton, marzo.
- Ros, Jaime
1982 "La encrucijada del corto plazo" *Cuando los banqueros se van*, Océano, México, pp. 71-84.
- Ruiz Dueñas, Jorge
1988 *Empresa pública: elementos para el examen comparado*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Skidmore, Thomas E. y Peter H. Smith
1996 *Historia Contemporánea de América Latina: América Latina en el Siglo XXI*, Crítica, Barcelona.
- Triffin, Robert
1960 *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press, New Haven.
- Wijnbergen, Sweder Van
1990 *Mexico's External Debt Restructuring in 1989-1990*, Working Papers The World Bank, Washington.
- World Bank
1997 *Global Development Finance*, The World Bank, Washington.